UNIVERSITE DE PARIS
FACULTE DE DROIT ET DES SCIENCES ECONOMIQUES

# LES OFFRES DE PRISE DE CONTROLE DE SOCIÉTÉS EN DROIT ANGLAIS

## (Take Over Bids)

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

*présentée et soutenue publiquement le 15 janvier 1968*

PAR

FRANÇOIS MALAN

MEMBRES DU JURY :

*Président de la Thèse :* M. ANDRÉ TUNC, Professeur

*Suffragants* { M. ROGER HOUIN, Professeur
M. MICHEL VASSEUR, Professeur

LIBRAIRIE GENERALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS
20, Rue Soufflot (V^e^)
PARIS

1969

# LES OFFRES DE PRISE DE CONTROLE DE SOCIÉTÉS EN DROIT ANGLAIS

*La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*

UNIV.
LEIDEN
BIBL.

UNIVERSITE DE PARIS
FACULTE DE DROIT ET DES SCIENCES ECONOMIQUES

# LES OFFRES DE PRISE DE CONTROLE DE SOCIÉTÉS EN DROIT ANGLAIS

## (Take Over Bids)

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

*présentée et soutenue publiquement le 15 janvier 1968*

PAR

FRANÇOIS MALAN

MEMBRES DU JURY :

*Président de la Thèse :* M. ANDRÉ TUNC, Professeur

*Suffragants* { M. ROGER HOUIN, Professeur
M. MICHEL VASSEUR, Professeur

LIBRAIRIE GENERALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS
20, Rue Soufflot (Ve)
PARIS

1969

UNIVERSITÉ DE PARIS

FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES

# LES OFFRES DE PRISE DE CONTROLE DE SOCIÉTÉS EN DROIT ANGLAIS

(Take Over Bids)

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

présentée et soutenue publiquement le 16 Janvier 1960

par

FRANÇOIS MALAN

MEMBRES DU JURY :

Président de la Thèse : M. André TUNC, Professeur

Suffragants { M. Henri MOTULSKY, Professeur
M. Henri VOIRIN, Professeur

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
R. PICHON ET R. DURAND-AUZIAS
20, Rue Soufflot (Ve)
PARIS
—
1960

*A MES PARENTS*

*A NAOMI*

*« Le 12 mars, il apparut que les I.C.I. n'avaient pu racheter que 35 % des actions; en l'honneur de cette bonne nouvelle, Courtaulds fit célébrer un office religieux d'actions de grâces. »*

(Anthony Sampson,
*Anatomy of Britain Today.*)

*« Our temples-gates are open'd wide »*

(Robert Browning,
*The Wanderers*)

# INTRODUCTION

Tout a commencé en France, comme parfois, par un incident. En décembre 1968 le bruit courut que, d'une manière imminente, une entreprise, Boussois-Souchon-Neuvesel, s'apprêtait à offrir publiquement de prendre le contrôle de la toute puissante Saint-Gobain, pilier depuis trois cents ans de l'industrie française et mondiale du verre. Il devait s'agir d'une proposition générale de rachat de tous leurs titres faite à l'ensemble des actionnaires de la société.

Une telle proposition était bientôt annoncée (1). Mais le Conseil d'Administration de St Gobain déclarait aussitôt qu'il la rejettait « avec une vive surprise » et enjoignait à ses actionnaires de ne pas accepter. Dès lors commença un conflit violent et féroce.

De fait, du bruit « rasant le sol du Palais de la Bourse » jusqu'à l'extraordinaire embrasement de passion, il s'était écoulé moins d'un mois. Et « dans ce court espace de temps la face du capitalisme français se trouva changée » (2).

D'une manière spectaculaire, la technique britannique du « Take over bid », de l'offre publique d'achat (O.P.A.) faisait son entrée en France et sensibilisait enfin les esprits à une technique aussi simple qu'audacieuse qui, depuis de nombreuses années l'objet de débats animés tant en Grande-Bretagne qu'aux Etats-Unis, constitue l'une des réponses les plus originales au problème crucial posé par l'évolution contemporaine : le rôle des actionnaires dans la société par actions.

I. — Les problèmes de concentrations de sociétés par actions ne sont pas neufs, mais le XX$^{e}$ siècle leur aura donné des dimensions exceptionnelles.

(1) En réalité légèrement différente, puisqu'il s'agit en définitive d'une offre d'échange contre des obligations convertibles.

(2) P. Drouin, « Un nouveau capitalisme sauvage », *Le Monde*, 16-1-1969.

« Valorisant le groupe aux dépens de l'individu, l'entreprise, remarquait voici déjà longtemps André Siegfried, a cessé d'être à taille humaine et dépasse de toute sa masse croissante les hommes qui la composent et cherchent à la diriger » (3). Obligeant en permanence l'entrepreneur à fournir des efforts supplémentaires pour investir, vendre, chercher et répondre aux exigences sans cesse accrues d'un Public dont l'instinct consommateur est par ailleurs soigneusement entretenu, la seconde révolution industrielle, proprement « concentrationnaire » aboutit ainsi, dans un mouvement qui se nourrit de lui-même, à la constitution d'entités de production aussi peu nombreuses qu'elles deviennent plus puissantes, aussi ambitieuses qu'elles s'accroissent au terme de luttes plus sévères où l'entreprise plus faible et marginale disparaît ou est mise au pas (4).

Confrontant des ensembles anonymes et non plus des êtres, un tel mouvement, on le sent, ne peut pas aller et ne va donc pas sans transformer profondément le cadre dans lequel il se déploie.

Dans la société qui brasse des capitaux toujours plus importants, l'actionnaire voit disparaître sa fierté d'entrepreneur. Son activité n'est plus celle d'un homme mais celle d'un ensemble. Son initiative n'est plus celle d'un acteur, mais d'un spectateur. Dans la société contemporaine l'actionnaire n'est plus l'entrepreneur ancien, il devient véritablement un épargnant, et n'est plus que cela.

Parallèlement, dans l'unité géante qui naît, quelques individus deviennent progressivement influents et s'octroient, des mains des autres qui s'en désintéressent, l'ensemble de la direction et même de la surveillance du bien commun. Un nouveau système féodal naît : le système social. Et ce système attire à lui une combinaison d'attributs et de pouvoirs dont le bénéfice n'est plus à ceux qui sont propriétaires de la société, mais plutôt à ceux qui, nouveaux « princes d'industrie », la contrôlent (5).

Le contrôle de la société, théoriquement exercé par la majorité des membres au sein des assemblées, se révèle en pratique plus souvent un pouvoir *de fait* émanant d'un groupe minoritaire aussi fortement lié qu'il n'a en face de lui que la masse dispersée des actionnaires restants. Apparaissant sous des formes diverses et multiples,

(3) A. SIEGFRIED, Introduction à A. BERLE, *Le capital américain et la conscience du Roi*, Paris, 1957.

(4) Sur cette question, A. TAMBOISE, *La stabilité du contrôle dans les sociétés par actions*, Paris, 1929. — M. VANHAECKE, *Les groupes de sociétés*, Paris, 1959. — C. CHAMPAUD, *Le pouvoir de concentration de la société par actions*, Paris, 1962. L'ouvrage essentiel pour l'analyse des sociétés contemporaines, à côté des célèbres *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, du Doyen RIPERT, demeure A. BERLE, J. MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1933.

(5) BERLE-MEANS, cit., p. 1, CHAMPAUD, cit., p. 186.

définies de manière relative, rarement complètes en soi ou exclusives des autres (6), ce contrôle correspond non à un phénomène restreint mais à un *élément essentiel* de l'organisation contemporaine de l'entreprise.

Du point de vue du fonctionnement de la société, cette dissociation du contrôle de l'activité et de la propriété des actions, d'un rôle de gestion et d'un contrôle de surveillance n'a que des avantages. Dans la mesure où, par contre, les actionnaires deviennent une préoccupation secondaire des « contrôlaires », cette séparation instaure les prémices d'un *conflit* et l'évolution devient dangereuse.

L'impression d'inutilité dans la participation et d'impuissance dans la compréhension des problèmes conduit assez logiquement au désintéressement des actionnaires. Mais corollairement le désir, pourtant également naturel, des premiers d'agir avec efficacité et sans contrainte les conduit à une attitude anormale. Alors que la société appartient statutairement aux actionnaires, ceux-ci se voient concéder un dividende comme une aumône au nom de ce même intérêt social par lequel certains leur refusent toute participation sinon toute contestation pour s'y substituer sans partage. Tandis que l'actionnariat se dichotomise, les structures sociales deviennent des *mécanismes artificiels* et un sentiment de malaise accompagne l'impression d'irréalité que donne le spectacle des assemblées, organes autrefois suprêmes (7).

De même qu'en cherchant à le contrarier plutôt qu'à l'organiser, le législateur n'a pas toujours saisi l'importance du contrôle dans la société par actions contemporaine, de même les dangers du divorce qui s'est alors instauré entre les membres de cette société *en période de concentration* ne sont-ils pas clairement apparus.

C'est pourtant de l'appréciation de ces dangers que sont nées, dans l'esprit des praticiens britanniques, les *Take over bids*, les offres publiques d'achat.

II. — Il faut considérer que si la présence d'un groupe contrôleur tend à déformer les rapports internes dans une société par actions qui ne l'avait pas originellement prévue, l'omnipotence de ce groupe va tendre, elle, à déformer les *modalités* par lesquelles une société peut *prendre le contrôle* d'une autre.

(6) « Comme la souveraineté son équivalent dans le domaine politique, c'est un concept évasif, car le pouvoir peut rarement être fortement appréhendé ou clairement défini », BERLE-MEANS, cit., p. 69.

(7) « L'assemblée, cette sorte de rite ancien et sans signification, semblable aux souvenirs qui entourent la Masse dans la Chambre des Lords », A. BERLE, *Economic power and the free society*, New York, 1957 . — A. TUNC, *L'effacement des organes légaux dans la société anonyme*, Dalloz, 1951, Chron., parle de « robots » et de « fantômes ». Sur l'évolution de l'actionnariat contemporain, cf. F. BLOCH-LAINÉ, *Pour une réforme de l'entreprise*, Paris, 1966, pp. 115 s.

Sociologiquement, administrateurs et contrôleurs peuvent voir avec hostilité une proposition de fusion dans laquelle leur influence sinon leur position peut disparaître. Comme le remarque l'hebdomadaire *Entreprise,* peu suspect d'ironie à leur égard (8), « ils n'ont pas vocation de martyrs ». Le danger d'une telle attitude est évident : les motifs personnels d'un petit groupe peuvent constituer un obstacle réellement néfaste à une concentration économiquement saine. Lorsque l'entreprise est gérée de façon insuffisante ou se révèle marginale, les contrôlaires qui se refuseront à des rationalisations dans lesquelles ils ne trouveraient pas leur avantage personnel obligent alors la société qui désire la fusion à des efforts désordonnés et déraisonnables pour aboutir.

Surtout, le transfert de contrôle se fera au *détriment,* parfois des intérêts de la collectivité, toujours de ceux des actionnaires extérieurs.

Qu'elle choisisse d'entamer une longue et onéreuse campagne de subversion, des achats progressifs et discrets de titres sur le marché ou des négociations secrètes avec ces contrôlaires de manière à aboutir à une cession amiable et préférentielle de leurs actions « de contrôle », la société visant la fusion ou la prise de contrôle n'a jamais été contrainte par une surveillance réelle; et dans tous les cas, le changement de contrôle s'est dévoilé (9) dans des conditions discriminatoires entre les actionnaires.

Dans nos régimes qui ignorent le contrôle des sociétés, le pouvoir n'est jamais proportionné au prix qui l'a payé. Acquis pour un prix insignifiant il est revendu ou gagné pour un prix anormal, sans que jamais ceux qui en sont les véritables propriétaires y aient véritablement part.

Un frein efficace à ce qui n'est en réalité que l'aboutissement du débasement progressif du droit des sociétés de ses fondations pourrait résulter de l'action d'une opinion publique bien informée par une Presse indépendante (10). Un équilibre plus profond obligerait les contrôlaires à se plier à des règles d'intérêt général (par exemple en acceptant des projets qui, objectivement, sont plus utiles à la société que ceux résultant de leur gestion actuelle) ; A tout le moins à informer plus consciemment des actionnaires qui le plus souvent ne demandent qu'à les soutenir. De toute façon, il conviendrait de lier cet effort d'information à une nouvelle *analyse* des processus de *participation* des actionnaires à la vie de leur société.

(8) *Entreprise,* 14-4-1966.

(9) CHAMPAUD, cit., pp. 131 s. — TAMBOISE, cit., p. 3, sur les distinctions.

(10) Pour A. SIEGFRIED, cit., le développement contemporain des services de relation publique témoignerait d'un malaise de la société par actions et d'un souci de justification envers ses actionnaires. A cet égard « l'affaire Saint-Gobain » est riche d'enseignements.

A l'excès, il est évident que si les contrôlaires ne s'assouplissent pas, d'autres les y forceront et dans ce cas les actionnaires ne les soutiendront plus.

III. — Dès lors, serait-il possible de concevoir un projet de concentration qui tout en laissant aux administrateurs leur mission de conseil, serait *facilité* pour la société présentant un projet bénéfique, et surtout *restituerait* les actionnaires dans leur rôle de juges suprêmes des intérêts de leur entreprise ? En même temps serait-il possible de faire prendre conscience à l'ensemble des dirigeants d'une société des *risques* qu'ils courent en se désintéressant de leurs mandants ?

IV. — C'est une réponse particulièrement originale dans sa simplicité et son audace à ces deux questions que fournit, en Grande-Bretagne la technique du *Take-Over Bid* dont l'apparition est intimement liée au profond mouvement de concentration que connaît l'économie de ce pays depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

V. — A partir de 1950, on assiste de l'autre côté de la Manche à un accroissement bientôt notable des opérations de fusion et de prises de contrôle de sociétés par actions. Selon une enquête du ministère du Commerce : le *Board of Trade,* 1/5 des sociétés cotées au Stock-Exchange de Londres disparaissent bientôt, absorbées à la moyenne d'une centaine par année au sein des groupes dont le nom est familier (11). La plupart du temps ces rapprochements ou « amalgamations » sont le résultat d'offres générales d'acquisition du capital de la société absorbée qui sont adressées directement par la société absorbante à l'ensemble des actionnaires par voie de lettres ou via la Presse. Le plus souvent également ces propositions de cession de leurs actions sont largement acceptées par leurs destinataires étant donné leurs termes particulièrement avantageux.

A partir de 1960, toutes les branches de l'industrie britannique constatent ces « *offres de prise de contrôle* », selon l'expression qui les a bientôt qualifiées. Que celles-ci soient lancées à l'amiable et matérialisent des accords de fusion préalables entre deux entreprises, ou qu'elles soient chaudement disputées, toutes les sociétés y recourent, de la plus audacieuse à la plus respectable et les sommes en jeu prennent des dimensions considérables (12).

Finalement, alors que l'on s'accoutume au pittoresque des « take-over scores », annonces et communiqués dont les journaux sont bien-

(11) P. Houssiaux, « Les récentes concentrations en Grande-Bretagne », *Direction,* 1963. Cf. les *Stock-Exchange Year Books,* depuis 1960.

(12) Au cours de la seule année 1960, 21 offres portèrent sur un total de 326 millions de Livres de fonds employés (4,5 milliards de francs) dont 180 pour la seule offre I.C.I./Courtaulds (cf. II[e] part., chap. 7). *Times,* 30-12-1961. Elles dépassaient déjà le milliard de Livres en 1968.

tôt remplis et que l'on s'émeut des initiatives audacieuses de ceux que l'on commence à appeler des « *corporate raiders* » (13), les fêtes de la fin de l'année 1961 révèlent à une Grande-Bretagne stupéfaite, et dans des circonstances plus proches de l'aventure policière que de la respectabilité que l'on pouvait attendre de sociétés de cette importance, que la première entreprise chimique britannique, les Imperial Chemical Industries offrent de prendre le contrôle du premier groupe textile de ce pays, Courtaulds Ltd malgré l'opposition de ses dirigeants.

Tandis que les péripéties de la plus importante tentative de concentration de toute l'histoire industrielle de la Grande-Bretagne vont passionner l'opinion pendant plus de deux mois, entraîner un débat au Parlement et des polémiques à la B.B.C., les observateurs découvrent, au moment où le rideau tombe sur l'échec partiel de la tentative (14), et avec un sentiment mêlé d'admiration et de blâme, les implications juridiques, sociales et morales d'une technique dont la résonance psychologique dépasse largement le cadre britannique où elle est née.

VI. — D'autres pays connaissent la technique de l'O.P.C. En dehors des Etats-Unis que nous laisserons de côté, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud se sont inspirées, par un phénomène de radiation juridique dont les sources sont anciennes (15), des principes britanniques pour se doter de règles sur la « conduite » des offres souvent plus contraignantes que celles auxquelles le pragmatique de la Cité avait permis d'aboutir. De fait, *partagé*, dans une même attitude que remarquait déjà H. Taine en littérature, entre l'appréhension d'une trop grande liberté et la répugnance à toute contrainte inutile, le législateur britannique affronte cette technique avec une grande *prudence* et un certain *embarras* dont le vote en août 1967 par le Parlement d'un nouveau Companies Act duquel, et contre toute attente, est absente toute disposition sur les offres ne peut que souligner l'ampleur.

Quoiqu'il en soit, si nombre des problèmes suscités par les O.P.C. restent proprement britanniques, il est certain que les Français n'ont pas porté aux grandes batailles pour le contrôle qui remuaient la

(13) « Une jungle où l'on joue de la griffe et des crocs et Clore (cf. l'affaire Savoy, III[e] part., chap. 5) plus que les autres » déclare Lord Attlee à la Chambre des Lords dans un débat sur les O.P.C. cité *in* A. Sampson, *Anatomy of Britain Today*, p. 525. A propos du même et de P. Chambers (cf. l'affaire I.C.I./Courtaulds), cet auteur parle d' « un petit groupe de corsaires », cit., *id.*

(14) Sur « l'affaire Courtaulds », cf. II[e] part., chap. 7.

(15) Cf. A. Tunc, « English and Continental Commercial Law », *Journ. of Business Law*, 1961.

scène à quelques kilomètres de nos côtes, l'attention qu'elles méritaient. Il faudra donc et finalement attendre la confusion qui règnera en décembre 1968 à la Bourse de Paris pour que le Public et les autorités commencent à prendre conscience de l'actualité d'une technique particulière de concentration d'entreprises, l'une des plus magistrales du Droit anglais (16), et auparavant inconnue.

VII. — « Le principal intérêt des offres, écrit un de leurs observateurs (17), consiste dans l'analyse des méthodes utilisées pour les mettre en œuvre autant que de celles adoptées pour leur résister. » Sous une autre forme, c'est ce dilemme indiqué plus haut que nous retrouvons et qui formera l'architecture de cet essai :

1. — A l'origine existent des *principes* audacieux dont il conviendra tout d'abord de mesurer la résonance tant en eux-mêmes que dans le droit contemporain des sociétés par actions.

2. — La faveur d'une technique de concentration de sociétés qui ne présente que des avantages pour la collectivité et les actionnaires sollicités a conduit les Autorités britanniques à mettre le moins d'obstacles possibles dans la mise en œuvre d'une *procédure* dont la présentation des principales étapes fera ainsi l'objet d'une seconde partie.

3. — Simultanément, les craintes d'abus, le souci d'une certaine sécurité pour les sociétés, « destinataires » d'une offre parfois malgré elles, l'inquiétude d'une liberté trop grande ont nécessité l'élaboration de tout un système de *garanties* des actionnaires, de la société, du public qui sera considéré dans la dernière partie.

(16) Dans le langage courant on qualifie fréquemment d'*English Law* des régimes qui s'appliquent pourtant à la Grande-Bretagne (la loi de 1948, Companies Act., régissant l'Angleterre, l'Ecosse et l'Irlande du Nord). C'est une vieille querelle et nous parlerons du Droit anglais tout en mentionnant plus souvent les règles britanniques sur les O.P.C. Pour un exemple, en matière de sociétés, cf. L. C.B. Gower, *Modern Company Law*, Londres, 1957 (2e éd.), p. 3.

(17) Lord Chorley, « La fusion de sociétés en Droit anglais », Association internationale de Droit comparé (*A.I.E.D.C.*), 1961, n° 83, p. 11.

PREMIERE PARTIE

# LES PRINCIPES

# INTRODUCTION

Les problèmes de rapprochement et de prise de contrôle de sociétés sont aussi anciens que le droit des sociétés lui-même, et ils se posent avec une égale acuité en France et en Grande-Bretagne. L'importance des mouvements de concentration autant que de la lutte pour le pouvoir économique dans ce dernier pays y est cependant remarquable. Cela, pour une large part, est imputable à une attitude particulièrement libérale des esprits.

Dans un contexte proche du nôtre et fondé largement sur les mécanismes de la concurrence, il est admis qu'une personne qui estime que la valeur et les possibilités d'usage des actifs d'une société sont plus grandes que celles que les actionnaires existants leur attribuent doit être fondée, si elle en possède les moyens financiers, à tenter de *persuader* ces actionnaires de lui transférer leur contrôle sur ces actifs.

Le Droit doit permettre une libre confrontation des politiques possibles, car cette confrontation conduit ainsi à un déploiement optimum des ressources. Notamment il doit faciliter toute tentative par laquelle cette personne effectue une offre d'acquisition du capital de la société qu'elle adresse à l'ensemble de ses actionnaires dans l'intention affirmée d'obtenir suffisamment de titres pour lui conférer, sinon l'appropriation complète du moins le contrôle de cette société. Dans la mesure où les actionnaires y trouvent leur avantage, la société des assurances de croissance et de progrès et la collectivité un profit, les contrôleurs en place ne doivent pas s'y opposer par des moyens artificiels.

Le succès des « *Take over offers* », offres publiques d'achat (O.P.A.) ou plutôt de « prise de contrôle » (O.P.C.) (1) a été rapide en Grande-

(1) La traduction de l'expression *Take over offer* pose un problème. Littéralement c'est une « offre de prise de contrôle ». En France on la qualifie d'offre

Bretagne pour la raison simple que cette technique avait un double intérêt. D'une part, elle permettait de réaliser le regroupement volontaire de sociétés par actions. D'autre part et surtout, certains hommes d'affaires entreprenants trouvèrent là une méthode particulièrement efficace de ravir contre leur gré le contrôle de sociétés qui, par suite d'une gestion particulièrement conservatrice ou ignorante des soucis de leurs actionnaires avaient des titres dépréciés dont le cours se trouvait largement au-dessous de la valeur intrinsèque des actifs sociaux.

Initiative de praticiens imaginatifs dans un contexte ainsi libre de contraintes, la mise en œuvre des O.P.A. n'est cependant pas exempte de risques.

Il faut attendre 1959 pour voir les premières réactions. Tandis qu'un groupe d'organismes financiers de la Cité considère avec le Stock-Exchange de Londres que « la conduite des O.P.A. nécessite quelque organisation » dont ils matérialisent l'orientation dans un « Code » de conduite largement répandu, la Reine nomme l'année suivante une Commission qui, chargée de réviser selon une procédure traditionnelle la Loi sur les Sociétés, a notamment pour mission « de considérer à la lumière des conditions et pratiques modernes, incluant la pratique des O.P.A. ce que devraient être les devoirs des administrateurs et les droits des actionnaires ». Mais, des jalons posés en 1960 par le *Board of Trade* (2) pour les offres émanant d'intermédiaires professionnels, au mutisme du Companies Act de 1967 (3) en passant par les régimes exhaustifs des pays du Commonwealth, le chemin est ardu qui mène à l'installation définitive de l'une des techniques les plus spectaculaires nées de l'esprit anglo-saxon.

L'originalité de *l'idée* charpentant l'O.P.A. dans le Droit anglais des fusions et concentrations d'entreprises ne doit pas cacher la diversité des objectifs qui sont couramment attribués à la technique par l'opinion. Cette diversité autant que le contraste des climats dans lesquels l'opération peut se dérouler, recouvrent en fait une multiplicité de *types* d'offres qui se côtoient dans la pratique. Le développement de régimes variés d'offres témoigne de ce que le législateur et les autorités britanniques ont, dans leur recherche d'un juste équilibre entre liberté et contrainte, une position parfois ambiguë quant au *statut* juridique de la technique d'offre.

publique d'achat, à tort, on le verra. Nous conserverons cependant cette dernière traduction dans la première partie, pour la commodité de l'exposé. Cf. chap. 6.

(2) Le ministère britannique du Commerce.

(3) Loi fondamentale sur les sociétés, dont une particularité est ainsi d'être révisée tous les vingt ans. Le Companies Act. 1967 complète le C.A. de 1948.

Les principes de l'O.P.A. revêtent ainsi trois aspects :

TITRE PREMIER : *L'idée* d'offre,

TITRE SECOND : *Les types* d'offres,

TITRE TROISIÈME : *Le statut juridique* de l'offre.

## TITRE PREMIER

# L'IDEE

Pour déterminer si un rapprochement de sociétés doit être réalisé, le plus simple consiste à en soumettre le projet directement à ceux qui en sont les véritables propriétaires. En proposant à l'ensemble des actionnaires d'une société et simultanément à chacun d'acquérir ses titres dans une offre publiquement dirigée vers la prise de contrôle de l'entreprise, une société offrante obtiendra ce qu'elle cherche et ce, avec ou sans l'accord des administrateurs de la société destinataire de l'offre.

Cette audace dans l'idée (offre de prise de contrôle) comme cette simplicité dans la mise en œuvre (offre générale d'acquisition de titres) expriment l'intérêt d'une technique qui, tout en permettant d'organiser la concentration juridique de sociétés dans un pays qui se caractérise par l'absence de tout régime précis sur ce point, donne aux actionnaires d'en être en définitive et dans un examen les seuls juges sinon, lors d'un conflit, les seuls arbitres.

Une dualité constante existe ainsi dans l'idée d'offre, qu'elle se manifeste dans :

CHAPITRE PREMIER : *Les structures,* ou dans :

CHAPITRE 2 : *Le cadre* économique de l'offre.

## CHAPITRE PREMIER

# *LES STRUCTURES*

**Le Droit anglais ne s'est préoccupé que de façon récente de l'organisation juridique des concentrations d'entreprises et la variété des expressions qualifiant les modalités de leur réalisation témoigne de l'incertitude qui, encore aujourd'hui, marque cette étape décisive de la vie d'une société par actions.**

**Si l'on parle indifféremment et sans précision particulière de « réorganisation » ou de « reconstruction », c'est cependant l'« amalgamation » qui qualifiera le plus souvent l'opération par laquelle les titres d'une société sont transférés à une autre de manière à permettre l'exercice d'un contrôle unique de leur activité.**

**Plus précisément, l'expression recouvre deux opérations distinctes. Le Droit anglais contemporain des sociétés reconnaît de la sorte les opérations de prise de contrôle, ou « *take-overs* » effectuées avec ou sans l'accord de la société contrôlée aux côtés des conventions de fusion au sens large ou « *amalgamations* ». Ces dernières constituent sous le nom de « *mergers* » une fusion proprement dite lorsque l'échange d'actions porte sur une totalité du capital de la société absorbée et conduit à sa dissolution (1).**

(1) M. A. Weinberg, *Take-overs and Amalgamations*, Londres, 1961, parag. 101, définit le *take-over* comme « l'opération (transaction) par laquelle une personne acquière le contrôle des biens d'une société, directement en les acquérant, indirectement en obtenant le contrôle de la gestion », et l' « *amalgamation* » proprement dite, comme « la convention par laquelle les biens de deux sociétés passent sous le contrôle d'une société (qui peut être l'une des sociétés originelles ou non) dont les actionnaires sont en totalité, ou de manière substantielle, ceux des deux sociétés... et effectuée par un échange d'actions ». L. C.B. Gower, cit., p. 550, l'un des meilleurs observateurs des sociétés britanniques, rassemblait en 1957 dans l'amalgamation : « une fusion (*merger*) de droit, par une consolidation (d') entre-

Plusieurs méthodes permettent de réaliser un *take-over* ou une *amalgamation*. Alors que des négociations avec le groupe contrôleur s'avèreront essentielles lorsque les titres d'une société sont aux mains d'un petit nombre de personnes (*closely held shares*), la recherche progressive sur le marché d'un nombre suffisant d'actions pour obtenir une majorité dans une assemblée générale sera nécessaire lorsque ces titres sont largement dispersés. Dans tous les cas, des difficultés matérielles, tactiques et financières constituent souvent des obstacles infranchissables (2). Surtout, dans l'un et l'autre cas également l'opération risque fortement de s'effectuer au détriment du plus grand nombre des actionnaires, trop faibles pour participer et bénéficier des négociations, trop ignorants pour céder leurs titres dans de bonnes conditions.

Tous ces inconvénients disparaissent en droit anglais tant pour la société ambitieuse que pour les actionnaires de la société sollicitée lorsque la première fait appel à l'ensemble des seconds dans une offre générale d'acquisition de leurs titres soulignant officiellement le désir de la société « offrante » de prendre le contrôle de la société « destinataire ».

De cette offre de prise de contrôle ou « *take-over offer* », nous considérerons successivement : le *concept* (Section 1), les *caractères* (Section 2) et la *mission* (Section 3).

## Section 1

## LE CONCEPT

Technique née de l'imagination d'une méthode de prise de contrôle et de fusion de sociétés, l'O.P.C.-O.P.A. n'a pas de *définition* satisfaisante en exprimant les potentialités (A). Ceci provient du fait qu'il n'existe pas une offre mais une certaine *variété* d'offres (B) fondée sur une double *structure* de la technique (C).

prises, ou de fait, par l'acquisition d'un intérêt de contrôle au capital (*share capital*) d'(une société) par (une) autre ou du capital de deux sociétés par une nouvelle ».

(2) La négociation, privée sinon secrète avec le groupe contrôleur suppose naturellement un accueil favorable aux projets présentés et ces négociations ne garantissent pas un transfert de contrôle majoritaire si les hommes en place ne gouvernaient qu'avec une minorité active de titres. Inversement, la subversion pallie l'éventuelle hostilité des contrôleurs aux propositions présentées mais demande une certaine patience et suppose un marché de vendeurs constant. Dans l'un et l'autre cas, le coût de l'opération sera élevé, soit qu'il faille payer un prix avantageux certaines actions, soit que les fluctuations du marché de forte demande entraînent des variations sensibles des cours. Cf. Introd. générale.

### A. — Les définitions.

Il existe en fait plusieurs définitions (3). D'une manière traditionnelle on recouvre de ce terme toute offre faite publiquement par une société (*offeror company*) de prendre le contrôle d'une autre (*offeree company*) en proposant à l'ensemble des actionnaires de cette dernière (*offerees*) d'en décider par la cession de leurs titres ou du moins d'un nombre suffisant pour aboutir à une majorité aux assemblées (4).

En pratique l'expression pourra fort bien qualifier nombre d'offres d'acquisition d'actions ne satisfaisant pas exactement à la définition proposée. Ainsi appellera-t-on aisément de ce nom des propositions qui visent à donner à la société offrante un simple contrôle minoritaire, ou même une participation neutre dans la société destinataire. Alors que le *Board of Trade*, dans ses règles de 1960 ne régira pas la procédure et le contenu de ces opérations (5), l'Australie inversement s'attachera à surveiller les offres *visant* l'acquisition d'un minimum du tiers des pouvoirs de vote dans une assemblée (6), tandis que la Nouvelle-Zélande qualifiera d'O.P.C. « émanant d'une personne d'outre-mer » pour les soumettre à une autorisation préalable, toutes celles qui doivent donner en *fin de compte* à l'offreur le contrôle du *quart* des voix aux mêmes assemblées (7).

### B. — La variété des offres.

Quoique les analyses initiales aient parfois été ambiguës (8), l'O.P.A. est uniquement une proposition d'acquisition de titres d'une société

(3) Une certaine diversité de définitions existe depuis les vagues « offres d'achat d'actions qui assureront à l'offreur le contrôle d'une société » de l'Oxford Concise Dictionnary (1960) 1319 ref. 10 ou de l'Association des Chambres de Commerce britannique (1960, Minutes de la C.L.C., p. 487) jusqu'aux précises (et limitées) « offres conditionnelles à l'acceptation de détenteurs de 90 % des titres d'une société » J. A. Hornby (*La fusion de sociétés*, VI[e] Congrès de Droit comparé, Hambourg, 1962) ou de Palmer (*Palmer's Company Law*, Londres, 1959, 20[e] éd., p. 688).

(4) Dans les Règles du *Board of Trade* de 1960 (cf. chap. 6), *take-over offer* (règle 18 [1]) signifie : « une offre d'acquisition de titres d'une société faite à plus d'un détenteur de ses titres et calculée de manière à permettre l'acquisition... par une personne du contrôle de cette société ». L'expression « contrôle » devant ici s'entendre, selon Weinberg (cit. 2001) et d'autres comme *legal control*, c'est-à-dire contrôle majoritaire.

(5) Cf. note précédente.

(6) Article 184 dans tous les Companies Act de la Fédération australienne.

(7) *Companies Overseas Take Over Regulations*, 1964, Définit.

(8) Gower estime que dans le sens populaire il y a confusion entre offre de transferts d'actifs et d'actions, cit., p. 488.

par actions, par ailleurs « privée » (*private company*) ou « publique » (*public company*), c'est-à-dire faisant appel ou non à l'épargne publique.

Un point délicat est cependant que l'offre utilisée est *la même* qui permettra d'opérer dans le tumulte un renversement du contrôle d'une société ou de matérialiser les accords de fusion intervenus entre deux Conseils d'administration. Dans les deux cas en effet, l'objectif officiel d'un transfert de contrôle au sens large est proposé aux actionnaires de la société destinataire.

La nature différente des opérations entreprises par le moyen d'une O.P.A. entraîne ainsi une certaine variété d'offres. Dans l'hypothèse précédente, l'offre visant une simple prise de contrôle (*take-over*) comportera selon le cas, une contrepartie en numéraire (offre d'achat), en titres (offre d'échange) ou combinée, tandis que l'offre de fusion (*amalgamation*) prendra toujours la forme d'une offre d'échange de manière que les actionnaires de la société destinataire se retrouvent participer au capital nouvellement accru de la société offrante (9).

Certaines prises de contrôle agréées par la société destinataire se distinguent mal en réalité de fusions-amalgamations incomplètes. En définitive le critère le plus sûr qui séparera l'une de l'autre réside dans l'observation que l'offre de prise de contrôle sera fréquemment lancée *contre le désir* des contrôlaires de la société destinataire alors que leur accord, obtenu dans des conversations préliminaires aura, à peu près toujours précédé une offre de fusion (10).

De la même manière, l'offreur cherchera à acquérir la *totalité* des actions de la société dans une offre de fusion alors qu'il se satisfera du « *nombre suffisant* » qui lui conférera un contrôle majoritaire sinon minoritaire dans l'offre de prise de contrôle.

### C. — La double structure de l'offre.

L'originalité de l'O.P.A. tient essentiellement dans l'idée simple et pourtant audacieuse dans le cadre traditionnel des rapports à l'intérieur d'une société par actions que l'on convie les actionnaires à un véritable référendum sur l'avenir de leur société.

L'idée d'une offre « publique », « générale », « officielle », « ouverte » à la base du succès de la technique (11) recouvre en fait une double structure de l'offre.

(9) Cf. La typologie des offres, chap. 3 s.

(10) Peut-être peut-on ainsi distinguer le *bid* disputé de l'*offer* agréée ? Sur cette nuance, cf. le *Memorandum of Guidance of the Federation of Stock-Exchanges*, Londres, 1966.

(11) *Open offer* et *public offer* in *Memorandum*, cit., parag. (g), ce dernier vocable étant retenu en France dans l'offre publique d'achat. Cf. Conclusion.

L'O.P.A. est en effet simultanément :

1° Une offre *publique de prise de contrôle.* Par là elle permet à l'offreur d'affirmer publiquement ses intentions. Il a la volonté de modifier la nature de l'activité, de la gestion ou de la politique de la société destinataire, parfois dans un défi à ceux qui la contrôlent, toujours pour avertir ainsi les actionnaires sollicités de l'importance de la question. Cette profession de foi se matérialise dans :

2° Une offre *générale d'acquisition de titres* : Adressée normalement à l'ensemble des actionnaires de la société destinataire, l'offre permet de soumettre le projet de rapprochement directement à ceux qui sont intéressés dans une véritable interrogation personnelle où chacun apprécie librement « l'opportunité de rester associé ou non en percevant les conséquences de son choix » (12).

L'expression O.P.A.-T.O.B. est donc ambivalente. Le défaut d'appréciation de cette dichotomie structurelle qui considère à la fois une méthode et un objectif est à la source de beaucoup d'ambiguités dans l'appréhension de la notion en Grande-Bretagne comme à l'étranger (13) dans la mesure où l'on a recouvert en Grande-Bretagne de ce terme de multiples opérations ou l'un *ou* l'autre de ces deux aspects était mis en lumière. De fait, l'O.P.A. offre de prise de contrôle comme offre de fusion, offre disputée comme agréée, offre de transformation d'une société comme offre d'acquisition de titres, est marquée par une *dualité* constante que ses caractères mettent en relief.

## Section 2

## LES CARACTERES DE L'OFFRE

En Grande-Bretagne et dans les pays d'inspiration juridique britannique qui la connaissent, l'O.P.A. est normalement : Destinée à chacun des actionnaires extérieurs de la société destinataire (A). Transmise avec ou sans l'accord du conseil d'administration de cette société (B) et Emise librement sans autorisation de quelque ordre préalable (C). De là en découlent des traits remarquables : son aspect conditionnel, le secret qui l'entoure, la rapidité avec laquelle elle est lancée.

(12) Rapport de la Commission bancaire (Belgique) *in Epargner et Investir,* 1965.

(13) Notamment en France où l'on parle d'offre publique d'achat (O.P.A.).

### A. — L'offre est adressée individuellement et simultanément à tous les actionnaires extérieurs.

Le point le plus original de la procédure d'offre réside dans le fait que dans tous les cas, quel que soit le but visé, contrôle ou fusion, l'offre est générale, c'est-à-dire que l'on propose l'acquisition de tous leurs titres à tous les actionnaires « extérieurs » c'est-à-dire autres que la société offrante et éventuellement les membres de son groupe. Les envois étant *simultanés* et dans des termes financiers *identiques*, la masse des actionnaires de la société destinataire est donc placée sur un pied complet d'égalité pour l'acceptation des propositions et l'appréciation du projet.

Ce souci constant d'un traitement égalitaire des petits actionnaires dispersés (14) et du groupe contrôleur se manifeste dans toute son acuité dans la règle qui dispose que lorsque l'offreur se contente de viser le nombre minimum de titres devant lui conférer le contrôle juridique de la société (c'est-à-dire aussi peu que 11 % s'il possède déjà 40 % du capital), il devra néanmoins adresser son offre « partielle » à tous les actionnaires. Il en sera quitte alors à opérer les réductions proportionnelles sur les acceptations intervenues qui lui permettront de respecter son projet initial. Ce faisant on évitera le risque évident d'une offre restreinte à une élite de destinataires, et l'on donnera à chacun une chance semblable d'accepter des termes normalement très intéressants d'acquisition de ses titres.

Bien que rien n'empêche légalement la société offrante d'annoncer qu'elle acquerra toutes les actions que les actionnaires sollicités accepteront de lui céder, l'objectif qu'elle s'est fixé l'incite à ne pas risquer de se retrouver propriétaire d'un nombre insignifiant de titres, insuffisant pour lui permettre une influence sur la politique future de la société. D'une manière générale l'O.P.A. est donc faite sous la *condition* d'une acceptation, dans un certain délai, par des actionnaires représentant un pourcentage minimum du capital de la société destinataire (15).

(14) Les Règles du *Board of Trade* de 1960 se satisfont d'une offre « à plus d'un », mais plus loin (Annexe I, 11e partie, 1 (1) il est précisé que dans tous les cas l'offre doit être adressée à tous les actionnaires.

De même, bien que les Règles de 1960 parlent d'une offre émanant d'une « personne », nous considérerons le cas, de beaucoup le plus fréquent, d'une société offrante. Ceci correspond à l'optique de la Commission Jenkins chargée de la réforme du Companies Act, 1948 (CLC 265). La règle s'impose légalement pour les offres complètes de fusion dans la perspective d'une expropriation des minoritaires, cf. 11e part., chap. 4.

(15) C'est l'un des aspects originaux de cette procédure où l'engagement de l'offreur reste sous condition alors que l'acceptation de l'actionnaire est ferme. Sur les difficultés de cette situation, 11e part., chap. 1, et HORNBY, cit., p. 10.

La règle de fixation d'un seuil minimum d'acceptations permet de compléter les distinctions précédentes. L'offre sera dite « *partielle* » lorsque l'offreur fixe ce minimum à 51 % des titres, c'est-à-dire se contente de viser le contrôle majoritaire des assemblées de la société destinataire, elle sera au contraire dite « *complète* » s'il recherche l'acquisition de la totalité du capital (16) On voit ainsi comment l'offreur sera amené immédiatement à révéler ses intentions ultimes : prise de contrôle ou fusion.

### B. — L'offre est transmise avec ou sans l'accord des dirigeants de la société destinataire.

C'est l'aspect le plus spectaculaire de la procédure. Dans l'optique traditionnelle des O.P.A., le projet est soumis aux actionnaires de la société destinataire, que les administreurs et contrôlaires y soient favorables (offre agréée) ou que ces derniers soient foncièrement hostiles à un rapprochement entre les deux entreprises (offre disputée). Est ainsi retrouvé et dans sa plénitude, le principe fondamental mais tellement oublié du droit des sociétés que les actionnaires sont avant tout les propriétaires de la société et seuls responsables de son avenir, et non, à leur place, une quelconque minorité inexpugnable.

Préparée dans le secret le plus complet pour éviter toute spéculation ou toute préparation d'une défense anormale, l'offre est lancée rapidement et simultanément sur tous les titres existants pour donner à tous leurs détenteurs une chance égale de profiter de termes financiers par ailleurs particulièrement intéressants (17).

Il convient naturellement d'insister sur le fait que l'absence de conflit entre société offrante et destinataire ne diminue pas l'intérêt d'une technique qui est avant tout une méthode pratique de concentration d'entreprises. Simplement, l'éventualité d'une lutte avec le Conseil d'administration destinataire donne à cette méthode une dimension supplémentaire dans le droit contemporain des sociétés. De la même manière, le secret préalable pour les offres disputées n'exclut pas qu'en pratique la société offreuse approchera toujours d'une manière ou d'une autre les administrateurs de la société qui sera attaquée pour sonder leur attitude et essayer d'obtenir un accord préalable (18).

(16) En réalité sous condition d'acceptations pour 90 % des titres visés, cf. chap. 3.

(17) Cf. chap. 2.

(18) Certains (GOWER, cit., p. 498, n. 22) estiment vouée à l'échec l'offre effectuée contre l'avis des mandataires. Pour d'autres, la sollicitation préalable qui est

### C. — L'offre est faite librement sans demande d'autorisation préalable.

Pas plus le danger indéniable qui apparaît dans le principe d'un défi lancé à une société que quelques batailles spectaculaires n'ont incité le législateur britannique ou ceux des autres pays que nous considérerons dans cette étude, à soumettre les O.P.A. à une quelconque autorisation préalable administrative ou judiciaire.

A une exception limitée près (19), la liberté d'émission des O.P.A. est un des traits de la procédure. Cette liberté n'exclut cependant pas que tous les régimes en vigueur comportent une *surveillance* des offres qui prend généralement la forme d'un contrôle de conformité préalable (20), qui assurera de la sorte qu'une information détaillée et obligatoire accompagnera le document contenant l'offre, aussi précisément qu'il permettra le déroulement harmonieux des principales phases de l'opération.

Des garanties financières et de bonne foi analysées lors de l'examen de conformité empêcheront tout naturellement d'éventuelles folles offres émanant de personnes ne disposant pas des fonds nécessaires ou soucieuses essentiellement de se construire un empire personnel. En Grande-Bretagne depuis 1965, le transfert du contrôle de sociétés d'une certaine importance et, à la limite les offres monopolistiques, peuvent enfin être déférés à une Commission des Monopoles et éventuellement modifiés sinon interdites (21).

Surtout, les O.P.A. s'inscrivent, en Grande-Bretagne, dans le vaste cadre des « invitations à négocier des valeurs mobilières » dont la surveillance est originale. Cette surveillance, inhérente au système britannique, ne repose pas tant sur des interventions autoritaires que sur la conscience professionnelle des conseillers financiers et juridiques des sociétés et peut-être avant tout l'influence capitale beaucoup plus large qu'en France des examens du Stock-Exchange de Londres sur l'activité de la plupart des sociétés de quelque importance. Pour les O.P.A. cette surveillance « largement dévolue » aboutira d'une manière incontestablement efficace à empêcher toute offre indésirable ou à en arrêter à temps des développements fâcheux.

normalement faite aux administrateurs de transmettre, « par la voie intérieure », cette proposition laissera l'offreur toujours libre au cas de refus, de lancer malgré tout une offre après un avertissement courtois.

(19) En Nouvelle-Zélande l'émission des O.P.A. émanant de « personnes d'outre-mer » est depuis 1964 soumise à autorisation. Cf. III[e] part. chap. 6.

(20) III[e] part., chap. 6.

(21) *Monopolies and Mergers Act*, 1965, cf. III[e] part., chap. 6.

Toute société n'est donc pas entièrement libre de tenter une opération d'absorption que son ambition l'inciterait à réaliser en profitant des données apparemment simples de cette technique.

Ce régime alliant surveillance et souci primordial de ne pas « mettre d'obstacles inutiles dans la mise en œuvre des offres honnêtement conduites » (22) se justifie par la mission, là également double qu'attribuent à la technique le législateur, l'opinion et les praticiens.

## Section 3

## LA MISSION DES O.P.A.

Méthode complète de *concentration* de sociétés dans un pays qui n'a pas de régime organisé en ce domaine (A), l'O.P.A. qui demande simultanément un avis individuel et collectif des actionnaires, *sollicite* leur fonction de juges d'une manière originale (B).

### A. — Une méthode de concentration.

L'explosion des concentrations industrielles constatée en Grande-Bretagne depuis dix ans ne repose naturellement pas sur les seules *take-over bids*. Elles s'appuie cependant sur elles néanmoins fortement dans la mesure où les offres procurent une méthode simple de concentration de sociétés à un Droit qui n'en connaît pas à proprement parler.

Déplorant le fait, un auteur britannique pouvait constater en 1961 : « il n'existe en Droit anglais aucun système, aucun groupe de règles ni même aucune disposition règlementant de façon spécifique la fusion de sociétés par actions, tandis que (la Loi) ne considère que rarement directement le sujet » (23).

D'une manière naturellement schématique, on peut noter que les « amalgamations » et plus généralement les « reconstructions » de sociétés par actions s'effectuent, dans un Droit qui ignore la notion d'apports, par une variété d'opérations ou « *schemes of arrangements* » comportant soit la cession des actifs d'une société à une autre (selon une procédure dérivée des articles 206-8 ou 287 du Companies Act de 1948), soit l'offre d'acquisition du capital de la première par la seconde (selon une procédure dérivée de l'article 209 de la même Loi).

(22) C.L.C., 228 et 265.
(23) Lord Chorley, cit., p. 3.

Tandis que le premier groupe de « *schemes* » suppose un cadre particulier et ne nous retiendra pas (24), l'article 209, C. A. 1948, au contraire, stipule simplement que lorsqu'il résulte d'un « projet » ou d'un « contrat » « impliquant » le transfert d'actions d'une société à une autre que la proposition a été acceptée par les détenteurs d'au moins 90 % en valeur des titres visés, la société « offrante » pourra exproprier les minoritaires restants et par hypothèse dissidents.

Avec une offre visant l'acquisition d'au moins 90 % des titres d'une société, le « projet » aboutira à une filialisation totale de la société destinataire (*wholly owned subsidiary*) d'une manière simple puisque la société destinataire de l'offre n'aura aucune formalité particulière à accomplir et que, son existence n'étant ni affectée ni ses statuts modifiés, la seule chose qui se passe est que l'identité de ses actionnaires change.

Le grand mérite des praticiens et des juges britanniques est d'avoir réussi, de leur manière souple et empirique, à utiliser des dispositions vagues de la Loi sur les sociétés pour mettre sur pied un système général de concentration. Ils l'ont fait en développant la procédure de l'article 209 pour permettre des « projets » d'acquisition non seulement de la totalité d'un capital mais également d'un simple intérêt de contrôle. En définitive, les sociétés britanniques disposent d'une méthode particulièrement simple et rapide pour absorber ou contrôler une autre société *avec l'accord* des dirigeants de celle-ci et qu'elles possèdent ainsi la *seule* technique permettant de ravir le contrôle d'une société *malgré l'hostilité* de ces mêmes dirigeants.

Si l'on considère par ailleurs que la participation que possède fréquemment une société dans une autre entraîne inévitablement les deux groupes à procéder à un examen préalable des possibilités d'un rapprochement plus étroit, l'on voit en définitive comment la simple *existence* d'une telle technique disponible en permanence comme une épée de Damoclès au cas de refus abusifs de pourparlers a permis à l'ensemble de l'Industrie britannique, par un gigantesque jeu de pressions constantes, d'aboutir de manière souple et sûre au haut niveau de concentration que l'on peut constater aujourd'hui.

Mais cette première facette se double d'une autre. La méthode de concentration n'est pas seulement efficace dans son mécanisme, elle est importante dans son esprit qui lui donne une dimension toute particulière.

(24) Sur le fonctionnement des procédures de concentration par transfert d'actifs dérivés des art. 206-8 et 287 du C.A. 1948, cf. GOWER, cit., 554-560 ; PALMER, cit., pp. 675 s.

### B. — Une interrogation authentique des actionnaires sur l'avenir de la société.

Comme en France, le législateur d'Outre-Manche a vu d'un œil inquiet les progrès de cette « démocratie à 10 % » qu'est devenue la société par actions. La transformation profonde sur le plan psychologique de la relation des actionnaires avec leur société a substitué à l'entrepreneur originel une double espèce d'actionnaires aux côtés des dirigeants. L'épargnant-collectif (*institutional investor*) ne cherche pas tant à participer (ce qu'il fait d'ailleurs d'une manière nuancée) à l'administration de la société qu'à établir un placement stable qu'il surveille grâce à des conseillers informés. L'épargnant-anonyme (*impersonal investor*) est l'héritier malingre de l'actionnaire pionnier. Se contentant d'espérer, avec l'aide plus ou moins efficace de la Presse financière, un accroissement de son capital non imposable plutôt qu'une augmentation de ses revenus, il se transforme plus, nous l'avons dit, en un prêteur de fonds proche de l'obligataire qu'en un participant conscient de l'évolution des structures.

Le souci du législateur britannique depuis la fin de la guerre a donc clairement été, à côté de chercher à accroître le nombre des petits épargnants dans la plus grande tradition d'une nation commerçante, de rétablir cette démocratie. En cherchant à réintéresser par tous les moyens disponibles ces épargnants à ce qui demeure leur bien, il a tenté d'éviter une dépendance croissante vis-à-vis d'hommes disposant sans contrepoids de moyens de plus en plus considérables et leur appartenant de moins en moins (25).

L.O.P.A. qui sollicite une participation active et consciente des actionnaires à l'opération qui met en jeu l'avenir de leur entreprise, tout en assurant une égalité dans la répartition des bénéfices qui en résultent, constitue une réponse remarquable à ces inquiétudes.

Cette réponse explique la *faveur* que la technique rencontre auprès des autorités.

Tout d'abord, la proposition ouverte à tous d'un rachat identique de leurs titres anéantit théoriquement la tentation de contrôlaires de céder les leurs dans des conditions préférentielles anormales. Lorsqu'elle est disputée, cette proposition, par l'interrogation individuelle, claire et détaillée des actionnaires sur l'opportunité d'un rapprochement malgré l'opposition des administrateurs, qu'elle constitue, leur

(25) Les deux grands soucis de la Commission Cohen, qui préparait le C.A. de 1948, étaient autant d' « assurer qu'une information aussi large qu'elle peut être raisonnablement requise soit rendue disponible... aux actionnaires » que de « trouver les moyens de rendre plus facile pour ceux-ci une surveillance générale plus effective sur l'administration de leur société ».

permet parfois d'arbitrer la véritable confrontation de deux politiques que toute autre méthode eût écartée.

L'O.P.A. qui recrée en des termes complètement neufs les conditions d'une participation responsable des actionnaires à ce débat important de la vie sociale qu'est la décision de fusionner, permet enfin à ces « *propriétaires* » de réaccéder à leur statut primitif de juges ultimes de l'avenir de leur bien lorsqu'ils sanctionnent un projet établi d'un commun accord.

L'écran que constitue en fait un Conseil d'administration s'affaiblissant de la sorte, on voit comment les contrôlaires d'une société sont amenés, de par la seule éventualité d'une offre sinon à se réintéresser à leurs mandats du moins à les réintéresser à l'entreprise commune. L'accroissement de *l'information* communiquée aux actionnaires n'a pas d'autre cause qu'une certaine inquiétude en ce sens (26).

Si cette inquiétude s'explique pour une large mesure par les circonstances dans lesquelles les O.P.A. se sont répandues dans ce pays, le recours à la technique de l'offre s'effectue dans un cadre et pour des causes qui ne sont particulières à la Grande-Bretagne qu'en apparence.

(26) L'opération « usines ouvertes » dont était si fier M. A. de Vogüé, Président de Saint-Gobain, lors de l'O.P.A. de Boussois-Souchon-Neuvesel en janvier 1969, en est un bon exemple.

## CHAPITRE 2

# *LE CADRE DES O.P.A.*

Pour beaucoup, à l'exemple du journal satirique anglais *Punch*, l'offre publique d'achat consiste à « persuader des actionnaires qu'une société sous-estimée et dont les administrateurs sont par trop prudents doit être transformée en une société surévaluée gérée par une administration imprudente » (1). Toute l'histoire des offres britanniques depuis la seconde guerre mondiale jusqu'à l'heure actuelle en passant par le gigantesque conflit qui devait opposer en 1961 les Imperial Chemical Industries à la Courtaulds Ltd témoigne en ce sens.

Plus précisément et si l'on écarte l'hypothèse extrême où l'offreur lance sa proposition par mégalomanie et sans tenir compte de son coût financier, le recours à cette technique s'inscrit dans un cadre déterminé où la *situation particulière* de la société destinataire non seulement a incité à un rapprochement mais surtout à l'effectuer de cette manière.

L'un des traits de l'offre tient au fait que l'offreur propose aux actionnaires qui la reçoivent des termes financiers d'acquisition plus intéressants que ceux qu'ils obtiendraient en cédant normalement leurs titres. Qu'une gestion insuffisante ait empêché les dirigeants de la société de valoriser les actifs et donc les titres de la société ou qu'une politique de restriction des distributions de bénéfices ait abouti à ce résultat, l'action de la société est dans tous les cas largement dépréciée. Les actionnaires, impuissants à intervenir et insatisfaits accueilleront normalement favorablement la proposition

(1) *Punch*, 20 sept. 1961 ; *Investor's guide*, p. 438.

d'un tiers d'acquérir leurs actions à un prix supérieur au cours établi.

Si l'O.P.A. ne fait que matérialiser des accords de fusion, la valeur d'apport des titres de la société absorbée tend vers la valeur de liquidation. Cette valeur se serait finalement dégagée de toute autre méthode et la proposition n'aura rien d'exceptionnel. Dans la mesure par contre où les circonstances dans lesquelles s'impose une offre permettent à une société d'acquérir des actions au-dessous de leur valeur intrinsèque et le contrôle d'une autre à moindre coût, l'opération présente un intérêt tout particulier. Dans de nombreux cas le *climat* déplorable régnant dans la société destinataire aura ainsi, selon une expression, « *attiré* » une O.P.A.

En définitive le cadre de l'offre se présentera de manière différente selon les *causes* de l'insatisfaction des actionnaires.

Si l'insatisfaction est commune aux mandataires et aux mandants et tient simplement aux *conditions d'exploitation* délicates de la société destinataire (Section 1), l'offre sera agréée et les termes d'acquisition fixés à un niveau acceptable pour les deux parties. Par contre, une *politique conservatrice* des contrôlaires (Section 2) aboutira souvent à une offre offensive dans laquelle l'accueil de la proposition et le profit final de l'offreur se mesureront au degré de lassitude des destinataires.

La nuance entre les deux situations est parfois subtile. En fin de compte la sensibilité des actionnaires aux arguments parfois démagogiques d'un rachat élevé ou d'une rentabilité future améliorée fait apparaître la *vulnérabilité* des sociétés contemporaines aux O.P.A. (Section 3) aussi attirantes que toute critique profonde des dirigeants est justifiée.

## Section 1

## DES CONDITIONS DIFFICILES D'EXPLOITATION DE LA SOCIETE DESTINATAIRE

Pour de petites sociétés l'insuffisance d'utilisation des actifs entraîne la dépréciation de leurs titres. Il en est ainsi lorsqu'elles ne peuvent, pour des raisons diverses, et notamment parce que, trop faibles, elles ne peuvent présenter les garanties nécessaires, réunir les fonds dont elles auraient besoin pour améliorer cette exploitation. Les actionnaires accueilleront alors favorablement la proposition de concentration qui s'exprimera par une offre d'échange ou de rachat des titres sociaux dans des conditions intéressantes et les administrateurs

ne pourront que s'incliner. Dans cet exemple classique, *l'impossibilité d'exploitation* fait surgir une O.P.A. qui permet une réorganisation amiable de deux groupes (A). Mais le choix de cet instrument pour matérialiser ce projet permet des pressions d'autant plus fortes que les difficultés sont également imputables à des *fautes* des administrateurs (B).

### A. — Une impossibilité d'exploitation.

Dans un certain nombre d'hypothèses où les actifs sociaux ne peuvent pas être exploités de façon optimale, on peut admettre que la personne qui proposera un renouvellement du contrôle sera favorablement écoutée des actionnaires puisque son argument principal sera normalement qu'une gestion différente doit procurer de meilleures perspectives d'activité et donc une revalorisation des actions (2). Si les deux sociétés sont d'accord sur les prémices et les conditions de l'échange ou de l'achat, l'O.P.A. constitue une méthode parmi d'autres pour matérialiser cette entente et le cadre de l'offre celui de la plupart des projets de fusion ou de concentrations d'entreprises.

Dans ce cas, la proposition ne sera acceptée que dans la mesure où la contrepartie offerte se situe à un niveau suffisamment élevé au vu des forces de la société destinataire. Notamment la compréhension par les actionnaires des difficultés d'un Conseil qu'ils soutiennent par ailleurs réduira d'autant les perspectives d'une opération financière pour l'offreur. En définitive on verra rarement les rehausses spectaculaires successives qui font l'attrait des offres disputées où l'indifférence des mandataires et l'impuissance des mandants incitent l'offreur à commencer par une proposition financièrement faible.

L'insuffisance d'exploitation que met ainsi en exergue cet offreur n'est pas toujours due à une impuissance respectable des contrôleurs en place, elle peut être critiquable.

### B. — Des fautes de gestion.

Les administrateurs peuvent, tout d'abord, ne pas connaître exactement la valeur réelle des actifs qu'ils ont charge de gérer. C'est le cas de nombre de sociétés anciennes de famille possédant un patrimoine immobilier. Le tiers qui, d'une manière ou d'une autre, l'établira avec plus de certitude pourra avantageusement effectuer une

(2) On peut remarquer que si cette optique s'avère par la suite fausse, la faute en incombe au régime de libre entreprise dans lequel nous vivons et non au principe de l'offre.

offre de prise de contrôle dans l'espoir que les actionnaires sollicités seront attirés, dans leur ignorance, par une proposition se situant au-dessous de la valeur marchande de leur titre quoique inférieure à sa valeur intrinsèque (3).

A la limite, on pourra considérer que le fait pour les contrôleurs de ne pas connaître la valeur de leurs actifs immobilisés constitue une présomption d'incapacité dont l'offreur pourra plus ou moins nettement arguer devant les actionnaires.

Si les difficultés de la société sont partiellement imputables à des fautes de gestion, la nuance entre impossibilité et impuissance est parfois subtile. En tout cas tout rapprochement sollicité par une offre et fondé sur ces difficultés a de fortes chances d'aboutir. En supposant que les administrateurs rejettent un accord de fusion, l'offreur persuadera facilement les actionnaires que la situation de la société justifie l'acceptation d'une proposition financièrement avantageuse (offre d'achat) ou d'une politique future meilleure (offre d'échange) avec d'autres dirigeants. Plus largement, l'acquiescement des administrateurs sera d'autant plus suggéré qu'ils risqueront de pâtir de l'initiative d'un tiers qui demanderait aux destinataires de juger en même temps qu'ils décident. Les administrateurs qui, auparavant, se seraient impunément opposés à toute réorganisation amiable où ils risqueraient de perdre leurs privilèges seront d'autant moins tentés de le faire que trop de réticences de leur part pourront amener l'offreur à porter devant les actionnaires un débat à l'issue duquel ils risqueraient de tout perdre.

Une telle pression se présente beaucoup plus fortement et l'O.P.A. prend une toute autre signification lorsque l'insuffisance que jugeront les actionnaires est franchement *blâmable*, émane de contrôleurs conservateurs et hostiles à tout changement dans l'intérêt de leurs mandants.

## Section 2

## UNE POLITIQUE CONSERVATRICE DES CONTROLEURS

Les actionnaires sont beaucoup plus conscients qu'on ne le croit généralement de la valeur de leurs titres. Le *conservatisme* de leurs mandants (A) dans la mesure où il explique la dépréciation de leurs titres, constitue le point sur lequel inconsciemment ou plus souvent

(3) L'accroissement de la valeur immobilière après la 2e guerre mondiale, a ainsi constitué un facteur important du bond des O.P.A. en Grande-Bretagne. Cf. Weinberg, cit., 322, pour des exemples.

très consciemment l'offreur essaie d'attirer leur attention. En leur proposant une acquisition de leurs titres à un taux avantageux, il exploite un climat de critiques. Si le mécontentement est parfois aigu mais plus souvent latent, un de ses aspects se trouve sans conteste à l'origine de la plupart des offres « disputées » de l'après-guerre britannique parce que les actionnaires le ressentirent particulièrement : lorsque sans explication satisfaisante la société pratique une *politique de limitation des distributions de bénéfices* (B).

### A. — Une gestion conservatrice.

Dans une remarque dont la généralité vaut, on le remarquera, aussi bien pour la Grande-Bretagne que pour la France, un observateur notait en 1960 : « Dans une Economie en proie à des transformations rapides, de nouvelles industries croissent d'importance tandis que d'anciennes décroissent, mais fréquemment les administrateurs de ces dernières restent dans l'ignorance de la signification du changement ou se montrent incapables de s'y adapter » (4).

Il peut s'agir simplement d'une différence de conceptions. Ainsi dans la bataille pour le contrôle du groupe Savoy que nous aurons l'occasion de retrouver (5), les offreurs opposèrent-ils aux actionnaires, mis en garde par leurs administrateurs, que la fermeture de l'hôtel Berkeley dans le centre de Londres et sa transformation en bureaux constituerait une bien meilleure utilisation de ce célèbre bâtiment et procurerait un bien meilleur rendement financier. L'offreur peut également envisager une réalisation des actifs acquis et considérer qu'une distribution du produit de la vente sera plus profitable aux actionnaires qu'une continuation de l'exploitation (6).

Dans la plupart des cas on peut estimer que l'apparition d'un nouveau groupe d'administrateurs aux idées différentes améliorera la rentabilité de la gestion (7). Mais on conviendra également qu'il y a de fortes chances pour que les administrateurs restent sur leur position et se refusent à tout changement. Dans l'offre disputée qui ne manquera pas de suivre, l'arbitrage que les actionnaires rendront

(4) WEINBERG, cit., p. 318.

(5) Cf. III[e] part., chap. 5.

(6) L'exemple classique d'une mauvaise utilisation des actifs d'une société à la base d'une O.P.A. se trouve dans l'industrie anglaise de la bière. De nombreuses offres furent motivées dans les années 1950 par le fait qu'il semblait aberrant que les *public-houses* possèdent leurs immeubles en pleine propriété alors qu'une vente suivie d'une relocation des locaux permettait de dégager des fonds pour d'autres usages, WEINBERG, cit., p. 318.

(7) Cf. les remarques de L. C. B. GOWER dans sa note de dissentiment du rapport Jenkins, C.L.C., 1[re] note, 9.

entre deux politiques établira certainement à leur profit une valeur par action incontestablement optimale.

En pratique ce sont surtout des questions de répartition de bénéfices qui ont suscité les offres britanniques.

### B. — Une politique financière non justifiée aux actionnaires.

Les politiques de restriction des distributions de bénéfices constituent la source classique des O.P.A. et se retrouvent à l'origine de maints abus et manœuvres mais également de maint examen de conscience. Les raisons d'une telle politique sont variées et s'expliquent parfois par des considérations propres à la Grande-Bretagne de l'après-guerre. Le pouvoir ainsi donné aux actionnaires d'en apprécier la valeur fait de la technique un instrument redoutable de contestation de la liberté des administrateurs dans un domaine traditionnellement réservé.

1 .— *Le problème d'un réinvestissement abusif des bénéfices réalisés.* — C'est un vieux problème que celui des limites du réinvestissement dans l'entreprise. Replacé dans la perspective des droits des employés et ouvriers sur ces bénéfices où il soulève les polémiques que l'on connaît, le débat a souvent fait disparaître celle des droits des actionnaires sur ces mêmes bénéfices.

L'alternative peut se résumer ainsi (8) : les actionnaires d'une société ont probablement comme principal souci d'obtenir le rendement le plus élevé de leur investissement compatible avec la garantie d'une prospérité continue de la société. Le souci des administrateurs est inverse. Quoiqu'ils puissent souvent être eux-mêmes des actionnaires puissants, ils recherchent avant tout à assurer la croissance harmonieuse et rapide de la société. La quête de crédits extérieurs risque de les rendre trop dépendants de tiers. Ils sont ainsi conduits à réinvestir la plus grande partie des bénéfices réalisés dans des investissements profitables à long terme.

Lorsque l'autofinancement prend certaines proportions, le point de vue des administrateurs tend naturellement à *s'opposer* à celui des actionnaires. Surtout, dans certaines circonstances, il tend à dévaloriser les titres de la société. L'un dans l'autre la société peut alors « attirer » une O.P.A. habilement conçue et présentée.

(8) C'est le traditionnel conflit soulevé dans une optique très renouvelée, par M. Bloch-Lainé, dans son ouvrage *Pour une réforme de l'entreprise*, entre la recherche d'un maximum de sécurité par les uns et d'un maximum de rendement par les autres, p. 107. En France, les articles de P. Drouin, « La nouvelle stratégie industrielle », *Le Monde*, 21 sept. 1966.

Schématiquement, on admet que la valeur marchande d'un titre dépend autant des perspectives de la société que de son rendement présent, c'est-à-dire autant du montant de ses investissements que du chiffre espéré des distributions de dividendes. Si les contrôleurs poursuivent une politique systématique d'autofinancement en réintégrant dans la société la majeure partie des bénéfices réalisés, on aboutit à une capitalisation occulte qui, si elle est excessive par rapport aux besoins, peut masquer au public et aux actionnaires le plus souvent très mal informés, une situation en réalité florissante. En définitive et paradoxalement on freine ainsi la valorisation, psychologique avant tout, des titres de la société. Pour une société cotée en Bourse, une faible répartition des bénéfices ne donnera qu'un faible rendement qui découragera les épargnants éventuels et aboutira à un cours insuffisant. Parallèlement l'actionnaire subira une perte correspondante s'il doit céder à l'improviste son action tandis qu'il ne pourra espérer grand-chose s'il la conserve.

Dans un climat défavorable où les actionnaires sont plus ou moins tenus au courant des projets de la société, on doit admettre que ces actionnaires seront évidemment *sensibles* à une proposition d'acquisition faite à un prix supérieur aux cours pratiqués et émanant d'un offreur qui met l'accent sur la gestion financière fâcheuse de la société destinataire (9).

Un grand nombre d'offres se sont imposées en Grande-Bretagne à des sociétés dont la gestion était fondée sur la croyance que l'indépendance naît d'une accumulation de réserves. Il devait en résulter de véritables « *rapts* » de contrôle effectués par d'autres sociétés menées non par le désir d'une concentration utile mais simplement par celui de saisir des réserves disponibles et dont la présence, mal conçue, avait déterminé une sous-estimation générale des titres de la société (10).

2. — *Les raisons de cette politique.* — En un sens, cette politique a souvent tenu à des circonstances, il faut le reconnaître, indépen-

(9) WEINBERG, cit., 316, estime que l'offreur qui profite de la dépréciation des titres destinataires accomplit œuvre utile tant du point de vue : *a)* des actionnaires, car ils reçoivent un prix plus important que sur le marché, que de celui *b)* de la collectivité : « la philosophie de la libre entreprise prédit globalement que les offreurs qui, par erreur, surestiment des actifs, recevront leur punition économique, de sorte que la masse des offres aboutit à libérer ces actifs pour des usages finalement productifs » ; *c)* de l'offreur, car si celui-ci abandonne des projets d'investissement internes pour un profit immédiat, c'est « normalement parce que les perspectives de rendement de cet autofinancement étaient insuffisantes ». On notera que l'auteur se place dans une perspective globale.

(10) Egalement nombre d'offres se sont portées sur des sociétés ayant accumulé des pertes afin d' « éponger » de trop importants gains de la société offrante (*tax loss companies*).

dantes de la volonté des administrateurs mais tenant à la situation particulière de l'Economie de la Grande-Bretagne au débouché de la seconde guerre mondiale.

Au départ il faut trouver la politique fiscale par laquelle le Gouvernement encourageait les entreprises jusqu'en 1957 à pratiquer un autofinancement de principe pour relancer les structures de l'Economie à peine sortie des restrictions de crédit dues à la guerre (11). Les autorités sanctionnant corrélativement les distributions trop libérales de dividendes, les résultats ne se firent pas attendre. Les prix ou cours de nombreuses valeurs furent rapidement bloqués à un niveau inférieur à la valeur des actifs qu'elles représentaient et l'on assista à une floraison d'offres habilement motivées et heureuses, comme, presque toujours, du fait de l'insuffisante explication que donnaient les contrôleurs de leurs difficultés à leurs actionnaires.

D'autres raisons existent. Une politique d'autofinancement émane le plus souvent librement des administrateurs et du groupe contrôleur de la société dont l'attitude est notablement inconsciente. Ceux-ci peuvent s'y décider pour des *raisons fiscales personnelles.* Parce qu'ils figurent dans une tranche élevée d'imposition, ils ne désirent pas s'attribuer des revenus importants que le fisc absorberait (12). Inversement la récrimination des autres actionnaires rend la société « attirante » pour un éventuel offreur qui saura faire accueillir une offre intéressante même si elle se révèle finalement médiocre par rapport à la valeur réelle de leurs titres (13). Etant donné le poids de l'imposition sur le revenu en Grande-Bretagne on trouve là une explication classique des politiques de restriction de distributions et corrélativement des O.P.A. portant sur des entreprises familiales (14).

Les contrôlaires peuvent également décider d'une telle politique parce qu'ils se présentent comme acheteurs des titres. En effet un valeur marchande faible leur permettra d'accroître leur participation à relativement bon marché. Une telle pratique semble courante lorsque les contrôleurs désirent mettre la main sur la totalité du capital : le taux des dividendes est maintenu à un faible niveau pour déprécier

(11) Sur l'explication historique de ce que l'on a appelé le « parapluie » du Chancelier (de l'Echiquier), cf. WEINBERG, cit., 309 (*The Chancellor's Umbrella*).

(12) Détenant une forte participation, ils préfèrent accroître leur fortune par des plus-values en capital.

(13) Ils recevront un prix supérieur au prix pratiqué normalement, et ce supplément, qui représente une partie des bénéfices mis en réserve, n'est pas taxable, puisque, alors, il représente une plus-value en capital. Argument qui vaut également pour les contrôleurs ; cf. note préc.

(14) Explication à laquelle il convient d'ajouter celle, étant donné son importance en Grande-Bretagne, celle des droits de succession. Les actions étant évaluées au jour du décès, une famille trouvera évidemment plus intéressant de bloquer les titres à un cours peu élevé en pratiquant une politique de restrictions. Cf. WEINBERG, cit., 311.

le marché puis le groupe rachète alors les actions qui se présentent quand ses membres ne font pas eux-mêmes une offre d'acquisition des actions minoritaires (15).

A la limite, il arrivera fréquemment qu'un offreur *tiers s'interpose* et propose également un rachat des titres. On assistera alors, dans une escalade parfois spectaculaire, à une offre suivie d'une contre-offre où les actionnaires que l'on voulait éliminer seront les véritables arbitres d'une situation qui tournera en fin de compte à leur plus grand profit.

D'autres causes que les difficultés ou des insuffisances de gestion peuvent naturellement donner naissance à une O.P.A. Sur un plan stratégique l'offreur peut utiliser la rapidité de la technique pour éviter la mainmise d'un concurrent sur une entreprise essentielle à son activité (16). Dans tous les cas précédents, on remarque que la situation particulière de la société destinataire la rendrait prête non seulement à une concentration, mais à une concentration *par le moyen* d'une O.P.A. Dans la mesure où ces situations sont celles de mainte société française les remarques qui suivent présentent une certaine acuité.

## Section 3

## LA VULNERABILITE DES SOCIETES CONTEMPORAINES AUX O.P.A.

Dans nombre des offres précédentes deux points apparaissent nettement, qui caractérisent le climat, l'atmosphère qui particularise la plupart des O.P.A. Qu'elle repose à l'origine sur des difficultés « méritantes » d'exploitation ou des insuffisances « blâmables » de gestion, mainte offre exploite un terrain psychologiquement propice, un état d'insatisfaction des actionnaires. La *sensibilité* des actionnaires à toute une série d'arguments matériels ou purement psychologique (A) débouche, dans l'état actuel des relations sociales et même avec une société destinataire favorable, sur une véritable *vulnérabilité* des sociétés contemporaines aux offres (B).

(15) Laquelle se révèlera le plus souvent heureuse dans la mesure où les actionnaires minoritaires envisageront rarement de rester bloqués comme tels et seront virtuellement contraints d'accepter les propositions faites. Cf. chap. 5 sur ce type d'offres.

(16) Ou même comme ce fut le cas pour Gallaher, principal concurrent des Imperial Tobacco C° en 1932 : pour empêcher un tiers de prendre le contrôle d'un concurrent.

### A. — La sensibilité des actionnaires aux propositions de l'offre.

Très fréquemment nous l'avons dit, l'offre vient atteindre une société destinataire dont la situation est délicate, sinon difficile sur le plan économique. Dans ce cas, les actionnaires seront sensibles même en dehors de toute critique adressée sur la gestion de leur société, à une proposition qui leur sera faite directement et en des termes financiers favorables. Mais ils seront d'autant mieux disposés à accepter cette offre, même si les termes ne sont pas si intéressants, lorsque la politique suivie par leurs administrateurs ne les satisfait pas.

A la limite, et ce n'est pas un moindre paradoxe de l'étude des O.P.A., la situation de la société peut être *florissante* et cependant celle-ci attirera une offre si, et cela est fondamental, les actionnaires comprennent *mal* les raisons d'une politique qui aboutit à déprécier leurs titres.

Dans la mesure où ils sont tenus à l'écart des décisions, dans la mesure où les administrateurs ne prennent pas la peine d'expliquer leur politique, dans la mesure enfin où le groupe contrôleur méprise la nuée des petits porteurs, ceux-ci ne saisiront pas le sens de la baisse de valeur de leurs placements. Que cette baisse s'inscrive dans un contexte économique de progrès ou de marasme, il importe peu du moment qu'inversement ils constateront que pour une action qui a toujours valu pour eux 100 F quelqu'un leur en propose aujourd'hui 200.

A la limite même, les actionnaires pourront être conscients de la valeur de leur action, mais accueilleront dans leur état d'esprit une proposition d'achat ou d'échange défavorable parce que les arguments *psychologiques* l'emporteront sur les arguments financiers. Les administrateurs auront beau leur révéler alors les chiffres réels, cette annonce trop tardive ne fera qu'accentuer l'indifférence antérieure, le mépris qui avait prévalu et sur lequel l'offreur habile pourra fonder toute son offensive sans recours possible. A cet égard la dramatique défense de Courtaulds contre la tentative des I.C.I. en 1960 reste un exemple des facultés d'analyse des actionnaires d'une société importante (17).

Les actionnaires correctement informés par ceux qui en ont la charge de la vie et des problèmes de leur société savent, plus qu'on ne le croit, ce qui est l'intérêt de la société. Mieux, ils sont capables de sentiment. La démocratie véritable dit-on, c'est le régime « où les

(17) Cf. II[e] part., chap. 7.

citoyens sont sérieusement encouragés à se mêler de ce qui les regardent » (18). La grande leçon que tireront les observateurs du gigantesque conflit qui devait bouleverser la Cité au cours de l'hiver de 1961, sera justement que les actionnaires sont d'autant plus disposés à conserver leur confiance à des administrateurs et contrôleurs en place que ceux-ci sont conscients de leur présence. Tandis que, inversement, ils seront parfaitement justifiés dans leur ignorance entretenue par les contrôlaires au nom d'un intérêt qui n'est pas toujours celui de la société à accepter des propositions qui, outre leur attrait financier, laissent des espoirs de changement.

### B. — La vulnérabilité des sociétés contemporaines.

Instituant ainsi une *menace permanente d'éviction* sur le Conseil et les contrôlaires en place qui, sous peine de se voir publiquement défiés, doivent s'obliger à une gestion constamment inquiète des intérêts réels de leurs actionnaires, l'O.P.A. a largement contribué à freiner le maintien pondéreux d'administrations inefficaces et ainsi constitué un puissant facteur d'adaptation aux exigences nouvelles de l'Economie britannique. Marquant combien les sociétés contemporaines peuvent être à la merci de leurs actionnaires cette technique fait apparaître combien en définitive elles sont, et sans qu'elles s'en rendent réellement compte, *vulnérables*.

Etant donné l'évolution actuelle de la politique financière des entreprises, qui tendent à assurer la plus grande part de leur croissance par le réinvestissement de bénéfices mis en réserve, nombre d'entre elles se trouvent ainsi de façon latente sous la menace d'une proposition de rachat effectuée par une entreprise concurrente se ruant sur une clientèle disponible d'actionnaires, tenus à l'écart et déçus.

Ce pourrait être un *paradoxe* que de mesurer la fragilité d'une société à l'ampleur de son autofinancement alors que théorie comme pratique démontrent que la puissance d'une entreprise se mesure à son indépendance financière. Naturellement, le paradoxe n'est qu'apparent et son dénouement a été dit. Ce n'est pas tant cette attitude et la sous-capitalisation de tant de valeurs et de sociétés françaises qui risquera de les voir, au cours des prochaines années, en prise avec des O.P.A., c'est le défaut d'une information préalable, de longue haleine, continue, le défaut en un mot d'un véritable *intéressement* des actionnaires à la vie de leur bien qui, en les rendant sensibles à des arguments parfois démagogiques, les amèneront à se prêter à des

(18) Tanguy KENEC'HDY, « La République anglaise », *Le Monde*, 15-18 juin 1965.

jeux ou, en définitive ils trouveront immédiatement un profit si, à long terme, ils le perdent.

Colosses fragiles dont la tête est d'autant plus prête de s'effondrer que leur corps est plus malléable, les sociétés françaises que les critiques de leurs membres indifférent devraient connaître avec l'« offre publique d'achat » les lendemains amers que l'O.P.A. fit apparaître voici longtemps, pour leurs consœurs britanniques.

## TITRE II

# LES TYPES D'OFFRE

Le *Take Over Bid* est né de la pratique et s'est longtemps développé essentiellement dans la pratique. De ce fait l'expression, si elle peut être juridiquement limitée aux offres d'acquisition de titres d'une société, recouvre plusieurs opérations différentes.

Tandis que pour certains, seules les offres d'acquisition de la totalité des actions d'une société, aboutissant à une fusion de fait, sont justifiables de ce terme, d'autres commentateurs et parmi les plus récents y incluent, dans une acceptation plus vaste, les offres d'acquisition *d'une partie* de ces titres. On oppose de la sorte des offres « complètes » d'acquisition « de la société » à des offres « partielles » d'acquisition d'« un intérêt de contrôle ».

Cette dichotomie fondamentale, un choix de contreparties, l'existence enfin, d'opérations couramment qualifiées d'O.P.A. mais qui, théoriquement n'en sont pas, témoignent de l'ampleur et de la diversité des types d'offres.

On comparera ainsi :

CHAPITRE 3 : *Les offres complètes de fusion,*

CHAPITRE 4 : *Les offres partielles de prise de contrôle,*

CHAPITRE 5 : *Les offres spéciales.*

## CHAPITRE 3

# *LES OFFRES COMPLETES*

Dans certaines opérations, la société offreuse se propose d'acquérir la totalité du capital d'une autre société dans le but de réaliser une « amalgamation », une fusion au sens large et sollicite en ce sens l'ensemble des actionnaires. L'offre est normalement faite sous condition d'une acceptation, dans un certain délai, par les détenteurs d'un minimum de titres, en général 90 % en valeur des actions visées et non amorties (*outstanding shares*).

L'offreur qui reçoit l'acceptation quasi unanime des actionnaires bénéficie de deux avantages essentiels : la fusion est exonérée de tous droits de transfert et de toute imposition sur les plus-values dégagées (1), et d'autre part, la société qui a franchie ce seuil peut légalement contraindre les actionnaires minoritaires, et par hypothèse dissidents, à lui céder, malgré tout, leurs titres dans les mêmes conditions financières, conformément à une procédure d'expropriation complémentaire de celle de l'offre et résultant du jeu de l'article 209 du Companies Act, 1948 (2).

L'offre « complète » de « fusion » constitue le type le plus fréquent d'O.P.A. Dans la mesure où les offres « partielles » sont critiquées, ce type est même pour beaucoup le seul admissible, et c'est sous cette forme que sont exposés les principes de la technique dans les grands ouvrages théoriques du droit des sociétés (3).

(1) De même dans les offres d'échange, l'exonération complète des droits normalement perçus tant sur le transfert des titres que sur la création de ceux qui seront proposés chez la société offreuse, article 55, Finance Act, 1927.

(2) Cf. II[e] part., chap. 4 s.

(3) L. C. B. Gower présente l'O.P.A. comme l' « offre générale aux actionnaires de la société qu'elle (société offrante) désire acquérir », cit.. 561. C'est également

L'intérêt de ce type résulte du fait qu'il constitue la méthode classique pour matérialiser une fusion par absorption décidée d'un commun accord par deux conseils d'administration tout en assurant d'une manière plus parfaite que toute autre la sauvegarde des intérêts des actionnaires non contrôlaires.

En réalité, l'« absorption » de la société destinataire, qui devient normalement la filiale intégrale de la société offreuse (*wholly owned subsidiary*) (4) sera plus ou moins parfaite selon la forme de *contrepartie* offerte aux actionnaires. Totale, au profit de l'offreur seul dans une offre *d'achat* (*cash offer*) (Section 1), cette absorption sera en fait « atténuée » dans une offre *d'échange* (*share for share offer*), dans la mesure où elle profite à l'ensemble des membres des deux sociétés (Section 2). On peut enfin aboutir dans un éventail très souple de possibilité, à réaliser des objectifs intermédiaires dans des offres à contrepartie *mixte* (Section 3).

## Section 1

## LES OFFRES A CONTREPARTIE DE NUMERAIRE : OFFRES D'ACHAT

L'économie générale de cette première forme d'offre complète a déjà été présentée : la société offrante annonce publiquement qu'elle cherche à acheter à un prix déterminé (ou à des prix distincts si l'offre porte sur plusieurs catégories de titres) la totalité des actions de la société destinataire qu'elle ne détient pas déjà par elle-même ou par des filiales, de manière à s'approprier l'intégralité du capital de la société destinataire.

Cette proposition est contenue dans un avis paru dans la Presse si le capital est largement dispersé entre des porteurs inconnus, ou, plus souvent, dans un document imprimé, la « circulaire » d'offre qui est adressée à chacun des actionnaires extérieurs. Cette circulaire est elle-même accompagnée de tous les documents et renseignements nécessaires et utiles pour que l'actionnaire prenne une décision lucide (5).

une « offre pour toutes les actions d'une société, ou la totalité d'une catégorie quelconque » chez Palmer, cit., p. 688, qui ne considère l'offre complète que comme préliminaire à la procédure de l'article 209. C'est à ce type que se réfère la Commission Jenkins (C.L.C., Rep. 266).

(4) On notera que la société ainsi contrôlée n'est pas nécessairement dissoute comme en droit français. Elle ne le serait que dans une *amalgamation-merger* et restera plus fréquemment comme une filiale à un seul actionnaire réel. Tout se passe comme s'il y avait simple changement d'actionnaires.

(5) Sur la procédure, cf. II[e] part. Sur les renseignements, cf. III[e] part.

Les deux conseils d'administration qui envisagent ainsi une offre d'achat pour matérialiser un projet de cession pure et simple d'une société à l'autre ont chacun pour sa part à résoudre un certain nombre de *problèmes spécifiques.*

### A. — Les problèmes de la société offrante.

Ceux de la société offrante tiennent, tout d'abord, au prix offert aux destinataires [1] et à la réunion des capitaux nécessaires [2].

1. — *Le prix offert :* Le prix proposé aux actionnaires destinataires de l'offre sera identique pour tous et pour toutes les actions d'une catégorie déterminée.

Il s'agira donc essentiellement, à la lumière d'un certain nombre de points de comparaison, d'établir la valeur respective des deux titres. Le prix dépendra tant des cours ou prix pratiqués (6) jusqu'alors que de la valeur rapportée aux actifs de la société destinataire, du rendement obtenu et espéré, enfin des perspectives du contrôle actuel de la société.

De fait, s'il lui faut trouver un prix plus élevé que la valeur marchande du titre recherché afin d'attirer les actionnaires, l'offreur est lié par le Conseil de la société destinataire qui lui imposera un prix aussi proche que possible de la valeur réelle des actifs cédés. Il est lié également par ses propres actionnaires qui, dans cette sorte de démarchage, n'accepteront pas aisément tant un prix trop élevé que, surtout, les rajustements successifs et parfois excessifs que l'on voit dans les offres où un prix initial insuffisant a entraîné un emballement et parfois l'intervention d'un tiers aux propositions plus intéressantes.

2. — *La réunion des capitaux d'acquisition :* La décision de lancer une offre appartient en principe aux administrateurs de la société offrante (7). Ceux-ci n'auront pas à en référer à leurs actionnaires dans la mesure où cet appel se fait dans la limite des emprunts statutairement autorisée.

(6) Dans la mesure où la plupart des sociétés notables en Grande-Bretagne sont cotées sur le Stock-Exchange (à Londres ou ailleurs) en tout cas beaucoup plus fréquemment qu'en France, nous supposerons des O.P.A. portant sur ces sociétés et donc des *cours.* Le contraire, notamment à propos des offres sur des petites sociétés (privées) sera indiqué.

(7) Les *Articles of association,* c'est-à-dire les statuts de la plupart des sociétés par actions britanniques contiennent fréquemment une « clause générale » imitée de l'article 80, Table A, du C.A. 1948, qui confère au *Board of Directors* tous les pouvoirs non expressément réservés par la loi ou les statuts à l'asemblée. PALMER, cit., 520.

En dehors des cas où l'importance des sommes requises nécessite une approbation *ad hoc* des actionnaires de la société offrante, ceux-ci ne pourront intervenir que par une action judiciaire si leurs dirigeants, en s'engageant de la sorte dans un vaste projet de concentration, violent leurs devoirs de « bonne foi et fidélité » ou de « soin et d'attention » (8). Mais la mise en œuvre de telles actions pour s'opposer à la décision d'offre (ou, à tout le moins, pour la contrôler) se révèle en pratique coûteuse et techniquement délicate étant donné l'attitude restrictive des tribunaux britanniques à l'égard de l'action directe des actionnaires (9).

La proposition d'un prix manifestement sans relation avec la valeur des titres acquis constitue néanmoins l'un des cas où des tribunaux interviendraient en faveur d'actionnaires de la société offrante. Ils considèreront par exemple que le détriment naît d'un prix que les administrateurs « ne considèrent pas de bonne foi comme justifié » (violation du devoir de bonne foi ou fidélité) ou bien que ledit prix a été fixé de bonne foi mais que les administrateurs l'ont considéré « de manière négligente comme étant raisonnable » (10).

Les administrateurs de la société offrante possèdent des pouvoirs importants et une liberté parfois dangereuse, pour décider de lancer une offre d'achat. Des problèmes préliminaires parallèles se posent à la société destinataire.

### B. — Les problèmes de la société destinataire.

Il a été dit que dans le cas le plus fréquent, l'offre d'achat devra être acceptée par les détenteurs d'au moins 90 % des actions visées dans un délai maximum de quatre mois pour permettre à l'offreur d'exproprier éventuellement les minoritaires et d'aboutir ainsi quoiqu'il arrive.

La position des administrateurs de la société destinataire qui ont agréé le principe d'une offre est assez claire. Il leur suffira d'inciter les actionnaires à accepter les propositions faites en préparant une « *recommandation* » en ce sens qui sera adressée à chacun ou publiée dans les mêmes conditions que la circulaire ou l'avis d'offre (11).

Si, plus rarement, l'offre a été faite sans le consentement ou même malgré l'opposition du conseil de la société destinataire, son attitude

(8) Notamment en acceptant des avantages personnels. *Loyalty and good faith* et *care and skill duties*, cf. III[e] part., chap. 2.

(9) III[e] part., chap. 2.

(10) Ce n'est pas l'un des moindres problèmes non résolus posés par la technique que celui des conflits postérieurs entre le Conseil et les actionnaires de la société offrante.

(11) Sur les recommandations, cf. II[e] part., chap. 1.

sera plus nuancée. Les représentants sociaux pourront tout d'abord émettre une recommandation en sens inverse pour faire rejeter l'offre. Plus souvent les administrateurs tenteront d'agir sur la minorité, qui, traditionnellement, refusera toute proposition si avantageuse soit-elle, pour réunir l'opposition minimum de 11 % des titres qui leur permettra de faire obstacle à la mise en œuvre de la procédure d'expropriation de l'article 209 du C.A. qui les éliminerait personnellement. Il leur faudra donc s'assurer du soutien de cette minorité et préparer une défense *ad hoc* pour inciter les actionnaires non engagés à les soutenir (12).

Un problème plus délicat se pose si, comme cela arrive fréquemment, l'offreur a proposé des avantages divers aux administrateurs en échange de leur consentement ou même en relation indirecte avec l'opération.

Il peut être prévu, par exemple, qu'à la suite du changement de contrôle, les administrateurs en fonctions se retireront et céderont leur place à d'autres nommés par l'offreur. En principe, tout paiement compensatoire qui pourrait être consenti à ces administrateurs, tant par l'offreur que par la société destinataire elle-même, consécutivement à leur départ, et même tous les avantages financiers ou autres qui seraient simplement en relation avec l'offre devront normalement être rapportés et explicités dans la circulaire d'offre comme dans les recommandations. Il s'agit là de mesures de protection des actionnaires destinataires contre d'éventuelles collusions à leur détriment à l'occasion d'une offre entre offreur et contrôleurs de la société destinataire, et la jurisprudence britannique fait de cette protection l'un des rouages essentiels de la procédure (13).

A côté des offres d'achat et très différentes d'elles figurent les offres d'échange.

## Section 2

## LES OFFRES A CONTREPARTIE EN TITRES : OFFRES D'ECHANGE

C'est la forme la plus communément employée pour réaliser une amalgamation la plus simple et la plus proche de la fusion par absorp-

(12) La plupart du temps l'offreur ne lance sa proposition qu'à peu près assuré d'obtenir quelque chose approchant ou dépassant la majorité. Cela montre combien est fragile, avec l'existence de la technique, le jeu de la plupart des grandes sociétés qui gouvernent avec une minorité de contrôle et l'apathie traditionnelle des actionnaires et, par ailleurs, combien est importante la notion de surprise dans des offres faites contre l'avis d'administrateurs de la société destinataire.

(13) Cf. III[e] part., chap. 2.

tion du droit français. L'objectif est donc très différent de celui de l'offre d'achat.

Dans le « *share for share bid* » ou « *l'offer for exchange* », les actionnaires destinataires se voient proposer des actions de la société offrante, et devenant actionnaires de celle-ci en même temps que les autres, ils se retrouvent copropriétaires de leur bien initial conforté dans le cadre agrandi du nouveau groupe. La société offrante ainsi grossie devient normalement seul actionnaire de la société destinataire (14) qui n'est plus là également qu'une filiale à 100 % de la société offreuse.

A la contrepartie près, l'économie de l'offre complète d'échange est identique à celle de l'offre d'achat. La société offrante propose par circulaire à l'ensemble des actionnaires extérieurs d'acquérir leurs titres en échange d'actions à émettre soit dans son propre capital soit dans celui d'une nouvelle société (qui sera généralement une société financière détentrice des deux groupes d'actions) sur une base déterminée dans la circulaire (15). De la même manière l'offre sera généralement sous la condition d'une acceptation avant une certaine date des détenteurs d'un minimum de 90 % des titres dont l'acquisition est contemplée de façon à permettre éventuellement à l'offreur d'obtenir les actions restantes par expropriation et de toute manière de bénéficier des exonérations fiscales sur les transferts de titres.

Les *problèmes* préliminaires de la société offrante et de la société destinataire sont cependant différents dans l'offre d'échange et dans l'offre d'achat.

### A. — Les problèmes préliminaires de la société offrante.

Si la décision d'offre est prise tout aussi librement, on doit remarquer que le problème, matériel, de la réunion des capitaux nécessaires pour l'achat des titres de la société destinataire disparaît pour faire place à un problème d'émission de titres nouveaux beaucoup plus délicat.

(14) On notera que la *one man company* n'est pas plus admise en Droit anglais que français, puisqu'il doit exister au moins deux membres (*private company*) ou sept (*public company*). Mais elle demeure en pratique « une réalité existante » (GOWER, cit., 184) quitte : à être dissoute de ce fait et à 2) ce que tout membre qui continue son activité pendant plus de six mois soit tenu personnellement des dettes. Pour ces raisons on attribue une action à un *nominee* de la société offreuse qui demeure le seul actionnaire réel. GOWER, cit., 188, n. 28.

(15) Par exemple, dans la proposition initiale des I.C.I., 3 actions (ou plus exactement unités de stock) ordinaires contre 4 similaires de Courtaulds. Cf. II[e] part., chap. 7.

Une société a normalement plus de facilité pour émettre des titres plutôt que de réunir des capitaux frais. Cette facilité si elle explique le succès de la forme de l'échange dans les offres complètes, fournit également la cause des abus déplorés par la Commission Jenkins avec l'accroissement des folles offres émanant de sociétés qui ne possédaient pas toujours les bases nécessaires pour une prise de contrôle saine d'autres sociétés (16).

Notamment, lorsque l'émission des titres nécessaires correspond à une augmentation de capital dans la limite du capital autorisé statutairement par les actionnaires initiaux (*authorized capital*), le danger qui résulte pour ceux-ci d'une impossibilité d'intervention est beaucoup plus grand qu'il ne l'était dans l'offre d'achat dans la mesure où les administrateurs ont ainsi le pouvoir de bouleverser l'équilibre du contrôle de leur propre société, « frelatant » ainsi selon une expression les droits fondamentaux des actionnaires (17).

Ce risque est atténué lorsque les administrateurs envisagent d'effectuer plutôt une offre à contrepartie mixte, mais il ne restera de toute manière aux actionnaires que le contrôle *a posteriori* mais théorique qui réside dans le respect des devoirs de fidélité et de soin et attention que leur doivent leurs administrateurs.

### B. — Les problèmes de la société destinataire.

Ils sont relativement semblables à ce qu'ils étaient dans l'offre complète d'achat. La société devra veiller ou au contraire, — mais plus rarement dans ce type d'offre, essayer d'empêcher — que les acceptations atteignent le seuil des 90 % en préparant un jeu de recommandations dans le sens voulu. La perspective d'une intervention des tribunaux devra également être envisagée soit pour fonder ou empêcher l'expropriation des minoritaires dissidents si l'offreur semble envisager un recours à la procédure de l'article 209 (18).

(16) C.L.C. 266.

(17) On notera, en effet, que les actionnaires ayant approuvé un plafond de capital « autorisé » ont donné une approbation préalable générale à toute augmentation du capital dans la limite de cette autorisation. On remarquera, par ailleurs, qu'il n'existe pas, comme en France, de droit préférentiel de souscription qui aurait obligé les administrateurs à réunir une assemblée spéciale de renonciation collective au droit et par là une intervention indirecte dans la décision. La Commission Jenkins qui recommande que les émissions nouvelles de titres soient d'abord soumises à l'approbation des anciens actionnaires, qu'il y ait ou non augmentation du capital autorisé (C.L.C., Rec. 122 (h), semble implicitement soumettre le projet d'offre d'échange — mais pas d'achat — à un avis préalable.

(18) Les minoritaires peuvent en effet faire appel devant les tribunaux. Cf. II[e] part., chap. 4.

Les paiements compensatoires pour démission ou éviction des administrateurs ainsi que, d'une manière générale, tous les avantages qui leur seraient consentis en relation avec l'offre de prise de contrôle devront être rapportés en détail dans la réponse de la société.

A côté des offres complètes d'achat ou d'échange, les offres mixtes permettent la réalisation de toutes les catégories de rapprochements.

## Section 3

## LES OFFRES A CONTREPARTIE MIXTE

D'une façon très fréquente en pratique, le prix proposé aux actionnaires destinataires comporte une combinaison de titres de la société offreuse et d'une soulte en numéraire. Ainsi les acceptants recevront-ils par exemple deux actions et cinq shillings contre les trois actions qu'ils détiennent dans la société destinataire. La soulte peut également être constituée d'obligations ou, comme c'est le cas fréquemment dans les offres émanant de sociétés d'une certaine importance d'actions qui, tout en faisant participer leur détenteur à des distributions plus importantes de bénéfices, ne lui confère pas de droit de vote (19).

Le choix d'une contrepartie mixte répond à des *impératifs particuliers* (A) et la faveur de ces offres a tendu à un essai de *généralisation* (B) de la part des autorités.

### A. — Les motifs d'un choix.

On voit les raisons qui poussent au choix de cette forme. L'offre mixte présente des avantages par rapport à l'offre *d'achat* dans la mesure où les liquidités nécessaires étant ainsi réduites, l'émission d'une offre et par conséquent la réalisation du projet de concentration seront facilitées pour un offreur n'ayant que de faibles disponibilités.

Essentiellement cependant l'offre mixte permet au groupe contrôleur de la société offrante de conserver son contrôle malgré l'entrée d'une masse parfois importante de nouveaux actionnaires. Le risque

(19) Parfois appelées *Preference shares*, par opposition aux *Ordinary shares* ou bien, sans que jamais la terminologie soit fixée, « B » *Ordinary* par opposition à « A » *Ordinary*. Ces actions peuvent également avoir un droit mais réduit. Dans le capital rénové de la Savoy Ltd en prévision de la bataille célèbre qui l'opposa à Charles Clore, les 21.198 Livres de « A » *Ordinary Stock* avaient un pouvoir de vote supérieur aux 847.912 Livres de « B » qui représentaient pourtant 97 % du capital ordinaire (*equity*). La Commission Jenkins s'est montrée hostile pour l'avenir aux actions de ce type. Sur l'affaire du Savoy, III[e] part., chap. 5.

de dilution de contrôle inhérent au principe même de l'offre *d'échange* disparaît dans l'offre mixte; les actionnaires nouveaux ne pourront participer aux votations que dans une proportion réduite puisqu'une partie de leur gain est constituée par une somme ou numéraire ou des actions sans droit de vote ou à droit limité. L'opération assure ainsi une stabilité calculable du contrôle en place.

Il y a un risque corrélatif pour l'offreur dans le fait que les destinataires pourront se montrer réticents d'entrer dans une société où leur poids sera considérablement diminué. Pour l'éviter l'offreur prévoit souvent une contrepartie, non combinée mais *alternative*. L'actionnaire destinataire a ainsi le *choix* entre deux formules : un paiement en actions et en numéraire ou un paiement complet en titres. L'art de l'opération pour l'offreur, qui fait alors face au risque initial d'un bouleversement de majorité indiqué pour l'offre d'échange, consiste à agir de façon qu'une comparaison donne un net avantage à la première formule. Ainsi dans la surenchère finale de la tentative des Imperial Chemical Industries pour prendre le contrôle de Courtaulds en 1962, les actionnaires de cette dernière société se voyaient-ils proposer : 25 Livres d'obligations convertibles portant intérêt à 6,5 % en échange de 10 L de stock ordinaire Courtaulds, soit (20) 4 unités de stock ordinaire I.C.I. contre 5 des leurs. L'analyse du rendement et des conditions de conversion des obligations faisait que les actionnaires Courtaulds avaient sans conteste intérêt à choisir la première formule, tandis que par un calcul prudent de probabilités les I.C.I. savaient qu'elles ne couraient à peu près aucun risque de voir des modifications ébranler la stabilité de leur groupe.

On voit de la sorte que la possibilité de tenir compte dans l'établissement de cette contrepartie d'un grand nombre de facteurs subjectifs est particulièrement intéressante. Les *variations* éventuelles d'une offre combinée ou alternative suffisamment riches pour permettre à deux groupes qui s'entendent sur le principe d'une concentration d'arriver à une base de rapprochement satisfaisante pour les deux. Inversement l'*attrait financier* sans risque de bouleversement de contrôle permet à la société offrante de tenter et réussir une offre malgré l'opposition des contrôleurs de la société destinataire.

### B. — L'essai de généralisation des offres mixtes.

Les conservateurs avaient longuement exprimé, devant la Commission Jenkins, la crainte que beaucoup d'offres d'échange pures soient

(20) Sur la notion de stock en Droit anglais, cf. l'affaire Courtaulds, *II*e part., chap. 7 s.

le fait de sociétés en mesure d'émettre sans risques de grandes quantités de leurs titres mais par ailleurs incapables de trouver les sommes nécessaires à une offre d'achat. Devant ce réel danger la Commission était amenée à considérer la possibilité d'obliger toute offre complète à stipuler une partie de la contrepartie en numéraire. Cette proposition qui aurait ainsi fait des offres mixtes la forme unique des offres complètes présentait cependant des inconvénients trop nombreux sans que ses avantages apparaissent nettement appréciables au regard des autres recommandations d'ensemble sur la procédure d'offre pour que cet unique essai d'une généralisation d'une forme par rapport aux autres soit finalement retenu (21).

(21) Une telle obligation rendrait beaucoup d'offres complètes et donc beaucoup de concentrations impossibles ou difficiles sur le plan financier, car outre une réunion des fonds parfois ardue, le coût de l'acquisition empêcherait certains de viser les 90 % nécessaires pour bénéficier des exonérations fiscales de l'article 55 du Finance Act, 1927. Les offreurs se rabattraient inutilement sur une O.P.A. partielle de « prise de contrôle » par ailleurs fortement critiquée (cf. chap. suiv.). Cette proposition qui avait déjà été formulée devant la Commission Cohen qui prépara le C.A., 1948, sans finalement l'intégrer, devait également être abandonnée. C.L.C., 266, *in fine*.

## CHAPITRE 4

# *LES OFFRES PARTIELLES*

Au lieu d'envisager le rapprochement étroit de la fusion ou de la filialisation totale dans lequel la société dominée perdra sa personnalité, une autre société peut simplement désirer en prendre le contrôle, c'est-à-dire s'assurer, simplement, une majorité aux assemblées d'actionnaires pour ainsi orienter la politique de la société contrôlée dans un sens parallèle à la sienne propre et qui lui soit favorable.

Des achats progressifs de titres sur le marché pourront lui donner une participation puis, le cas échéant, ce contrôle. L'inconvénient est que ces achats ne manqueront pas d'alerter la société, dont on sait qu'elle s'opposera à un tel rapprochement pour ainsi anéantir toute ambition avant que le résultat recherché soit même en passe d'être atteint. La subversion d'une majorité est une entreprise ardue à la fois sur le plan stratégique — pour trouver des actions — et financier — étant donné la hausse qui ne manquera pas de s'établir sur les cours de la société sollicitée.

Ces inconvénients disparaissent si la société désirant un tel rapprochement procède à une offre générale et simultanée d'acquisition du nombre de titres, simplement suffisant pour lui conférer en une fois ce contrôle majoritaire.

A côté des offres « d'acquisition de la société » selon l'expression imagée de la Commission Jenkins existent, fondées sur les mêmes principes des offres d'acquisition « d'un *intérêt de contrôle* » ou offres partielles (1). Leur *place* est très particulière dans la typologie des O.P.A. (Section 1), dans la mesure où l'offreur ne cherchant souvent qu'à dominer, elles sont presque toujours effectuées malgré l'opposition

(1) *Offers to acquire companies or controlling interests.* C.L.C., cit., 266.

des dirigeants de la société destinataire. Ces offres partielles revêtent des *formes* originales (Section 2) et surtout, posent un *problème* de valeur dans la mesure où, et à l'envers des offres complètes. elles sont largement critiquables (Section 3).

## Section 1

## LA SITUATION PARTICULIERE DES OFFRES PARTIELLES

Il n'y a apparemment que des avantages pour un groupe cherchant à accroître son influence à procéder par une offre lorsqu'il n'est pas très sûr de l'accueil réservé par la société approchée. L'annonce publique de son intention d'acquérir un intérêt de contrôle dans leur entreprise lui permettra de soumettre le projet aux principaux intéressés d'une manière décisive que toute autre méthode eût en pratique écartée. La soudaineté et la rapidité de la proposition empêcheront toute réaction des administrateurs de la société destinataire finalement opposés à ses vues. La présentation d'un prix unique et semblable pour tous favorisera enfin l'offreur qui n'aura pas à payer plus généreusement certaines actions « de contrôle ». Il pourra même éventuellement se contenter d'un prix médiocre qui, cependant, présentera un attrait pour des actionnaires bloqués dans une société dont les contrôleurs sont hostiles et inexpugnables.

L'*objectif* de l'offre partielle (A) et le *climat* dans lequel elle se déroule le plus souvent (B) en font un type tout à fait particulier d'O.P.A.

### A. — L'objectif de l'offre partielle.

L'offreur recherche le contrôle de la société destinataire. La notion de contrôle étant relative, le nombre d'actions visé par l'offreur sera très variable.

Son intention peut tout d'abord être d'acquérir le contrôle majoritaire (legal control), de la société, c'est-à-dire une majorité dans les assemblées générales d'actionnaires. Dans cette hypothèse, et en supposant que chaque action confère une voix, il lui faudra obtenir 51 % des actions, chiffre qui sera réduit d'autant en proportion si ces actions ont des votes multiples.

En pratique cependant, l'offreur a un objectif différent.

Cet objectif sera déjà différent si l'on tient compte que l'offreur possède le plus souvent au préalable une particìpation au capital de

la société destinataire, par lui-même, une filiale ou toute autre personne. Cette participation lui a permis de pénétrer dans les assemblées pour les jauger et déjà tâter les contrôlaires sur ses projets. Mais le nombre des actions à acquérir est de toute façon moindre en pratique car l'offreur, qui tient compte dans ses analyses de la répartition du capital visé et de sa dispersion, ne cherche à acquérir que le nombre minimum de titres qui en définitive lui confèrera le contrôle de fait d'une société destinataire. L'offreur se contentera donc le plus souvent de ne viser que le contrôle minoritaire ou « *working control* » de la société destinataire (2).

### B. — Le climat de l'offre partielle.

Etant donné ces objectifs les offres partielles créent un certain nombre de dangers.

Un premier réside, pour les actionnaires destinataires, dans le fait que l'offreur n'envisage pas, contrairement à ce qui se passait dans l'offre complète, d'acquérir toutes les actions extérieures mais seulement une partie d'entre elles. Une partie ainsi des actionnaires court le risque double : d'une part, d'être laissés de côté d'une proposition avantageuse et, de l'autre, d'être par la suite et finalement contraints de céder leurs titres dans des conditions catastrophiques s'ils deviennent bloqués (*locked in*) et impuissants de ce fait dans une société dont le nouveau contrôleur est indifférent à leur sort.

Etant donné l'hostilité certaine de la société destinataire au capital fortement contrôlé et la difficulté fréquente de débaucher un nombre suffisant d'actionnaires « non engagés » il existe surtout le danger que l'offreur se lance dans une polémique forcenée où la volonté d'attirer les actionnaires l'incitera à des arguments spécieux et tendancieux.

Il est incontestable que nombre des offres partielles de la Grande-Bretagne contemporaines se déroulent dans des circonstances tendues et confuses (3).

La crainte d'abus, dans le choix des actionnaires destinataires comme dans la motivation des propositions, trop souvent liée en pratique à cette forme d'O.P.A. ont alors amené le *Board of Trade* et

(2) L'expression britannique (*working control*) est parlante puisqu'il suffira à la limite de 1 à 5 % des titres pour contrôler nombre de sociétés importantes où les actionnaires sont éloignés ou indifférents et s'abstiennent de participer en confiant des mandats en blanc au Conseil d'administration. On notera que c'est plus le contrôle de la « machinerie » de la société que la possession d'un nombre déterminé de titres qui importe.

(3) Une offre partielle peut naturellement matérialiser des accords de rapprochement entre deux sociétés, mais dans ce cas on recourra plus normalement à un échange de participations, à une cession de contrôle traditionnelle, à l'amiable.

les responsables de la Cité de Londres sinon à l'interdire du moins à en *surveiller* de manière particulière la mise en œuvre et le déroulement. Mais la *définition* des offres auxquelles cette surveillance est susceptible de s'appliquer est délicate et actuellement insuffisante. Les abus qui résultent de cette situation font, en définitive, voir les offres partielles dans leur ensemble avec une certaine défaveur à la fois des autorités et des milieux financiers britanniques.

Les formes que ce type d'O.P.C. revêt en pratique explicitent ce problème.

## Section 2

## LES FORMES D'OFFRES PARTIELLES

Plusieurs formes de paiement peuvent être proposées aux destinataires d'une offre partielle comme elles l'étaient à ceux d'une offre complète. Compte tenu des intentions présentes de l'offreur et des facteurs considérés au chapitre précédent, les actionnaires destinataires peuvent ainsi recevoir une contrepartie en numéraire (offre d'achat) en titres de la société offreuse ou d'une autre société (offre d'échange) ou une contrepartie mixte dans une offre combinée.

Si les problèmes préliminaires de la société offreuse et de la société destinataire sont identiques à ce qu'ils étaient lors d'une offre complète, les formes de l'offre partielle sont originales, tant dans sa présentation (A) que dans la notion de choix des actionnaires (B).

### A. — Les modalités originales de l'offre partielle.

Alors que, par la nature des choses, l'offre de fusion ne pouvait se concevoir que par l'acquisition de toutes les actions extérieures, l'offre partielle recouvre en fait *deux types* de proposition.

On peut en effet qualifier d'offre partielle, à la fois :

1° Une offre d'acquisition d'*une partie* seulement des actions non déjà détenues par l'offreur ou son groupe, normalement le minimum explicité plus haut, laissant ainsi le reste du capital aux mains d'actionnaires existants, ou

2° Une offre d'acquisition de la totalité des titres d'une *catégorie déterminée*, normalement le capital ordinaire conférant des droits de vote complets ou normaux, laissant les titres des autres catégories entre les mains de leurs détenteurs.

La situation des actionnaires de la société destinataire est en fait très différente dans un cas et dans l'autre. Beaucoup plus favorable au

regard de la législation actuelle dans le premier cas, elle laisse dans les deux apparaître la source de toutes les difficultés, à savoir que l'offreur, effectuant un choix, aboutit à créer une véritable segrégation entre les actionnaires.

L'apparition de la notion de détriment de certains actionnaires est très nette lorsque l'offre est faite avec l'accord des dirigeants de la société destinataire.

### B. — L'offre partielle jumelée avec une émission de titres réservés à l'offreur.

Il y a un risque certain pour l'offreur qui n'ambitionne que le transfert de la quantité de titres juste suffisante pour lui conférer le contrôle, dans le fait qu'une partie des actionnaires sollicités n'acceptent pas la proposition, non pas tant parce qu'ils la refusent que parce qu'ils s'y montrent *indifférents* ou oublient d'accepter les propositions faites.

On doit remarquer d'une manière générale que dans l'O.P.A. l'apathie des actionnaires joue *toujours* contre l'offreur tandis que l'appui des contrôlaires de la société destinataire peut ne pas être suffisant pour aboutir. L'offre partielle de prise de contrôle peut donc échouer et ce qui est plus grave les actionnaires passifs peuvent se réveiller plus tard au profit d'un concurrent plus fortuné empêchant tout succès d'un rapprochement pourtant souhaité par les deux sociétés.

Un moyen de sortir de ce qui peut, si l'offreur vise à tout prix le contrôle majoritaire, constituer une impasse est alors le suivant. La société offrante effectue une offre partielle classique en cherchant officiellement l'acceptation de détenteurs de 51 % des titres (4). L'offre est stipulée sous la condition suspensive également classique d'une acceptation minimum de 35 %, mais, et c'est en cela que réside l'originalité de cette variante, l'offreur impose, en accord avec la société destinataire, une *seconde condition* suspensive à sa proposition : que les actionnaires acceptent l'émission à son profit, par une augmentation *ad hoc* du capital autorisé de la société, de nouvelles actions représentant 31 % du capital émis existant.

L'intérêt de l'opération apparaît clairement. Si par le jeu des acceptations normales l'offreur recueille les 51 % visés du capital actuel il s'assure de la sorte le contrôle souhaité et ne va pas plus loin. Si, par contre, du fait de l'apathie des actionnaires il ne peut réunir que 35 % des actions en circulation (5), une résolution de

(4) On suppose une structure normale d'un droit de vote par action.
(5) Ou plus mais en tout cas moins de 51 %.

l'assemblée, passée à la majorité simple des *votants*, c'est-à-dire dans des conditions où l'apathie des actionnaires joue en faveur de l'offreur suffit à lui attribuer de toute manière la majorité recherchée. Un simple calcul montre en effet que l'offreur possédera en fin de compte : 1° par les acceptations : 35 % auxquels s'ajoutent 2° par l'émission de titres à son profit : $31/100 + 31$, soit au total : $35/100 + 31$ $(100 + 31)$ c'est-à-dire 66/131 : la moitié plus une des actions maintenant en circulation, c'est-à-dire le contrôle majoritaire aux assemblées (6).

En définitive, l'offreur aura pris le contrôle d'une société dans une hypothèse où les actionnaires n'ont pas accepté l'offre initiale. De cette façon un offreur bénéficie d'une double chance de prendre le contrôle d'une société dans des circonstances qui l'auraient normalement interdit et surtout cette variante ingénieuse réalise le *transfert de la force d'inertie* des actionnaires, qui joue normalement *contre l'offeur* dans les O.P.A. (dès lors que ne rien faire équivaut à refuser) et qui trouble mainte opération pourtant agréée par les deux conseils d'administration à son profit par une astuce habile mais compliquée (7).

## Section 3

## LES REFORMES NECESSAIRES

Les nombreuses tentatives de refonte des offres partielles de prise de contrôle contrastent avec l'accueil fait aux offres complètes de fusion. Au contraire des offres complètes, les offres partielles sont vues en défaveur par les milieux financiers britanniques et les autorités; et la Cité de Londres les considère même comme clairement « indésirables » (8).

Comme souvent en pareil cas la mauvaise réputation des offres partielles va de pair avec leur succès dans la pratique. A la masse des

(6) On remarquera que du fait de cette autorisation donnée, les administrateurs ne devraient pas pouvoir être attaqués postérieurement pour avoir approuvé une émission de titres destinée à transférer le contrôle de la société à un tiers. Les tribunaux estiment cependant que le pouvoir doit être exercé pour réunir des subsides lorsque la société en a besoin et non pour permettre une « manipulation » du contrôle de la société. (Punt v. Symons et C°, 1903, 2 Ch 506, 515-6.) Cf. III° part., chap. 2.

(7) A tout le moins, si en refusant l'offre, les actionnaires n'ont pas en plus défait la résolution proposée et désavoué leurs mandataires. Mais alors la seconde condition jouera et l'offreur se dégagera complètement en restituant les 35 % de titres cédés.

(8) *City Code on Take-overs and Mergers*, Londres, 1968, parag. 26. Sur le Code, cf. chap. 6. Texte : Annexe 3.

*critiques* (A) ont répondu à un certain nombre de *réformes* (B) suggérant à leur limite leur interdiction pure et simple.

### A. — Les critiques.

Essentiellement l'opinion publique appréhende les véritables *motifs* qui ont poussé l'offreur à se contenter de l'acquisition d'un minimum de titres dans la société destinataire.

Le fait que l'offre ne suggère pas une concentration plus complète « donne matière à suspecter que quelque abus, ou usage neutralisé du contrôle est envisagé ou pourra se produire qui est susceptible de porter préjudice à la minorité bloquée d'actionnaires » (9). Celle-ci pourra, à la limite, être contrainte de céder ses titres dans des conditions défavorables. Plus sûrement elle se révélera en pratique incapable de s'opposer efficacement à un offreur heureux ayant pris le contrôle d'une société dans laquelle une masse demeurera finalement sans jamais avoir pu sinon participer de façon créatrice mais même avoir été avertie des modifications intervenues. Supprimant le traitement égalitaire des actionnaires l'offre partielle anéantit la raison d'être de la technique elle-même.

La valeur de ces arguments fondamentalement justes est cependant délicate à apprécier objectivement. S'il est vrai que nombre d'offres partielles qui ont vu le jour en Grande-Bretagne depuis la guerre, émanaient de personnalités que l'on a pris coutume d'appeler de manière imagée des « *corporate raiders* » qui n'avaient pour but que de réaliser des ambitions de suprématie personnelle dans lesquelles les minorités furent rarement prises en considération, on pourrait également remarquer que, de toute façon, ces actionnaires étaient déjà minoritaires avant le changement de contrôle et que leur incapacité à se défendre n'est pas automatiquement imputable à l'offreur.

La crainte d'abus possibles de sa situation de contrôleur conférée au nouvel arrivant apparaît cependant plus réelle sur deux plans au moins.

Au cas de succès l'offreur peut tout d'abord exercer matériellement un contrôle sur des biens, constituant l'actif de la société destinataire, dont la valeur réelle est largement supérieure dans la plupart des cas et notamment lorsque l'offre a été disputée, à celle de l'investissement qu'il a consacré en acquérant son paquet d'actions. La

(9) WEINBERG, cit., 512.

possession d'une majorité simple lui permet de diriger, et éventuellement à son seul profit, la politique et l'activité de la société (10).

D'autre part le fait que l'offreur soit, le plus souvent, une société relativement importante quand les anciens contrôleurs pouvaient n'être que d'anciens exploitants individuels peut donner « naissance au soupçon » que les intérêts de la société acquise seront « subjugués aux intérêts propres du groupe acquéreur » (11).

### B. — Les réformes.

A partir de ces critiques un certain nombre de réformes concernent d'une manière générale la motivation de l'offre, sa généralité, la possibilité d'une expropriation des minoritaires restants. Elles s'appliquent cependant très différemment selon que l'offre est de l'une ou de l'autre des deux variétés présentées précédemment.

1° *Une motivation de l'offre :* C'est en pensant aux offres d'acquisition d'une partie seulement d'un capital uniforme que les organismes financiers britanniques se sont montré particulièrement sévères et la chose est compréhensible. Il n'existe aucune raison valable d'établir des inégalités entre des actionnaires aux droits semblables. Il résulte de cette attitude que l'on n'admet les offres partielles que dans des cas exceptionnels et, comme c'est le cas pour celles qui passent par le Stock-Exchange de Londres, on exige « des explications détaillées... sur les raisons du refus ou de l'impossibilité de l'offreur à procéder à une offre d'acquisition de la totalité des actions de la société destinataire » (12). Tout ceci confirme ainsi la distinction selon laquelle l'offre complète de fusion apparaît en Droit anglais comme l'O.P.A. normale, la simple prise de contrôle effectuée par cette méthode devant rester exceptionnellement et particulièrement justifiée.

Si les offres partielles de la première catégorie sont ainsi surveillées, il n'existe par contre à l'heure actuelle aucune disposition semblable pour celles de la seconde, c'est-à-dire les offres d'acquisition d'une catégorie de titres dans un capital différencié. L'absence de toute

(10) On peut évidemment considérer que la situation était identique sous les précédents contrôleurs. Mais le fait qu'un tiers ait envisagé de prendre simplement le contrôle de la société et non de fusionner peut donner naissance à ces soupçons.

(11) WEINBERG, cit., 1503. Là aussi ces soupçons caractérisent l'atmosphère trouble dans laquelle par la faute de nombreux offreurs plus ou moins scrupuleux et d'une technique organisée, les offres partielles baignent en Grande-Bretagne. Cette crainte inspirait déjà la Commission Cohen lorsque constatant, en 1945, que « la position d'une petite minorité dans une filiale peut être tout sauf satisfaisante » elle recommandait l'adoption de ce qui constitue maintenant la procédure de cession forcée de l'article 209 ; cf. II° part., chap. 5.

(12) *London Stock-Exchange T.O. circulars Requirements*, 1963, parag. 16. Cf. chap. 6 et Annexe 2.

attention portée à cette forme est particulièrement ressentie dans un pays qui connaît, et d'une façon beaucoup plus répandue qu'en France, la différenciation des titres au sein du capital d'une même société.

En réalité, une réglementation nécessaire se heurterait à des problèmes délicats qui apparaissent à propos de la seconde proposition de réforme.

2° *Une généralisation de l'offre :* Un moyen efficace de protéger les actionnaires destinataires d'une offre partielle contre toute mise à l'écart de certains d'entre eux et contre tout choix arbitraire, peut résulter de l'obligation imposée à l'offreur de proposer son offre à l'ensemble des actionnaires extérieurs et non à un certain nombre correspondant *grosso modo* au chiffre recherché dans le capital de la société destinataire.

La justification d'une obligation qui n'est en définitive que l'application d'une règle fondamentale des O.P.A. est claire lorsque l'offreur ne vise que l'acquisition d'une partie d'un capital uniforme (1re cat.). Elle apparaît d'application moins aisée ailleurs, lorsqu'il existe plusieurs catégories de titres en présence (2e cat.). Tandis que l'on peut justifier l'extension de propositions *différentes* à tous les actionnaires séparément de plusieurs catégories, il semble difficile d'imposer à un offreur d'acquérir des actions de préférence plus rentables et donc plus onéreuses quand il ne recherche que des actions ordinaires.

La discussion est possible pour les actions de préférence « pures » (13).

Il en est différemment lorsque l'offreur n'envisage que l'acquisition des actions *à droit de vote* se désintéressant — et pour cause — des autres. Le risque de voir des actionnaires, paralysés conventionnellement, devenir complètement impuissants et à la merci d'un nouveau contrôleur plus ou moins attentif est évidemment grand (14).

Une première *obligation à généraliser* a été instituée tout d'abord pour certaines offres par les *Règles du Board of Trade* de 1960 applicables aux opérations effectuées par l'intermédiaire d'une catégorie particulière d'intermédiaires, les *Licensed Dealers*. Dans ce régime l'offre ne contemplant que l'acquisition d'une partie du capital d'une société doit néanmoins être faite à tous les actionnaires et rester ouverte pendant trois semaines au moins. Les dispositions récentes du

(13) C'est-à-dire simplement conférant un avantage financier sur les actions ordinaires, car l'offreur peut avoir des raisons valables de ne pas s'encombrer de titres qui, s'ils ont un rendement financier supérieur, lui coûtent finalement plus à acquérir.

(14) Bien que l'on puisse admettre que ces pseudo-actionnaires se sont volontairement satisfaits de profits sans responsabilité, le risque né de cette impuissance constitue dans une certaine mesure un motif d'interdiction. C.L.C., Note de Dissentiment, p. 207.

Code de la Cité de 1968 applicables aux offres de sociétés cotées en Bourse ou portant sur des titres cotés, en ont imposé une seconde (15).

Le corollaire nécessaire de cette obligation consiste naturellement dans une *réduction proportionnelle* des acceptations reçues en trop grand nombre.

Le fait d'obliger l'offreur à mettre tous les actionnaires sur un pied d'égalité pour participer aux avantages éventuels d'une offre ne doit pas faire perdre de vue que l'objectif de cet offreur n'est que d'acquérir un minimum suffisant de ces titres. Dans la mesure où l'on n'a pas encore interdit l'offre de « *prise* » *de contrôle*, il convient donc, si les acceptations arrivent en trop grand nombre, de les réduire. La réduction s'effectuera selon un mode précisé dans la circulaire d'offre en décidant alternativement :

*a*) Que le nombre des actions admises par acceptant sera réduit proportionnellement (16),

*b*) Que les acceptants seront admis dans leur ordre d'arrivée jusqu'à ce que l'objectif soit atteint,

*c*) Que les actions dont l'acquisition est contemplée seront prises au hasard par l'offreur,

*d*) Que l'offreur s'engage à prendre, dans l'une des trois hypothèses précédentes, un pourcentage minimum de chaque acceptation. Est possible enfin tout autre mode qui alliera le respect des intentions de l'offreur et la nécessité fondamentale d'une participation égale de l'ensemble des actionnaires extérieurs au bénéfice de la proposition.

Il existe évidemment un risque pour les acceptants de se voir retourner une partie de leurs titres et donc de rester, le cas échéant, bloqués dans une situation identique à celle de tous ceux d'entre eux qui auront refusé de céder ou qui n'auraient, autrement, pas été sollicités. Des progrès immédiats pour la moralisation des offres partielles sont quand même atteints dans cette double réforme. Ils rejoignent les objectifs mêmes de la technique d'O.P.A.

D'une part, les actionnaires sont efficacement protégés contre l'arbitraitre d'un choix parmi eux en ayant une possibilité égale sinon de ne pas rester bloqués du moins de se voir acquis pour une part semblable. De l'autre surtout, le groupe contrôlaire de la société qui aurait recommandé l'acceptation et favorisé indûment une opération de concentration néfaste ne peut être récompensé en étant admis

(15) Aux termes du paragraphe 26. Cf. texte *in* Annexe 3.

(16) Prévu en Grande-Bretagne, Règles du *Board of Trade* (B.T.R.), 1 Ann., 2e part., 1 (4).

par préférence et à des conditions particulières pour la cession de ses propres actions.

La dernière réforme, plus radicale, n'est pour l'heure qu'à l'état de projet.

3° *Une cession forcée des titres restants conformément à une extension de l'article* 209, *C. A.* 1948, *al.* 2 : Dans la mesure où l'on admet qu'il y a un risque effectif pour certains actionnaires de la société destinataire de rester bloqués, soient qu'ils n'aient pas été sollicités, soit que l'ayant été ils se soient vu restituer une partie de leurs titres, il pourrait être envisagé de leur donner le droit de mettre en demeure l'offreur d'acquérir leurs titres dans les conditions de l'offre. En définitive, il s'agirait d'étendre à leur profit la procédure de cession forcée prévue au bénéfice des minoritaires opposés à une offre complète par le 2e alinéa de l'article 209, C. A. 1948 (17).

Cette proposition, considérée par la Commission Jenkins avec les arguments identiques à ceux qui avaient contribué en 1948 à créer une procédure complémentaire de cession forcée (18) aboutit ici à une recommandation d'impuissance. La Commission estime en effet que toute extension « qui aurait pour effet de convertir chaque offre partielle de prise de contrôle en une offre pour toutes les actions émises (*for all the oustanding shares*)... va trop loin (*goes too far*) ». Cette réflexion témoigne de la perplexité qui est celle des législateurs britanniques devant ce type original d'O.P.A. qu'est l'offre partielle.

Beaucoup, devant les abus nombreux et quelques tentatives de prise de contrôle fâcheusement spectaculaires, proposent que ce type, qui a pourtant donné son nom à la technique, soit purement et simplement interdit. Il est vrai que la perspective d'un *défi*, inhérente à l'O.P.A., tolère des usages défigurés et éloignés des objectifs de concentration économique pour lesquels la technique a été souhaitée et favorisée. Mais le principe même d'une offre de prise d'un contrôle majoritaire ou minoritaire est défendable pour sa rigueur et son audace, facteurs d'une gestion saine des sociétés par actions contemporaines.

En conclusion, il semble qu'il faille distinguer des critiques d'opportunité celles qui stigmatisent essentiellement l'*insuffisante protection des actionnaires* qui risquent de se retrouver bloqués dans une société qui, dorénavant, se désintéresse d'eux si elle ne les bafoue pas.

(17) Ou plus exactement à ceux qui en font la demande expresse.

(18) Les témoins suggéraient que « si le résultat d'une offre est de donner à la société offrante une simple majorité, la minorité non acceptante devrait se voir conférer le droit de demander à la société de les racheter (*to buy them out*) », C.L.C., 285. On notera, comme on le verra dans l'étude de la procédure, qu'en plus des actionnaires non acceptants, il faudrait prendre en considération la situation des actionnaires non sollicités et de ceux qui ont accepté mais ont été restitués en partie.

C'est donc la crainte d'un *abus de majorité* qui attire l'hostilité de l'opinion sur ce type d'offre. La procédure de l'offre partielle doit être profondément repensée. Les organismes professionnels de la Cité semblent préférer des examens préalables cas par cas. Ils interdisent en tout cas, prennent et simplement, les offres d'acquisition à une participation *inférieure* à 50 % du capital destinataire (19). Sans aller jusque-là, sans doute le remède est-il plutôt de renforcer les armes que le droit des sociétés donne aux minoritaires pour se défendre contre des attaques discriminatoires. C'est dans cette dernière voie que semble s'engager la réglementation britannique des O.P.A. et plus généralement la législation britannique des sociétés en donnant aux actionnaires des « remèdes » particuliers non seulement lorsque les affaires de la société sont conduites d'une « manière oppressive » pour eux, mais également lorsqu'elles le sont « d'une manière déloyalement préjudiciable aux intérêts d'une partie quelconque » des membres de la société (20).

(19) *City Code*, cit. parag. 20. Plus exactement l'offreur qui n'aboutit pas, à la détention à la clôture, « de 50 % des actions, y compris celles qu'il détient par ailleurs », ne peut déclarer son offre ferme. Cf. II[e] part., chap. 3.

(20) C.L.C., Rec., 212 (c). — Cf. III[e] part., chap. 3.

## CHAPITRE 5

# *LES OFFRES SPECIALES*

D'une manière générale, l'offre complète de fusion comme l'offre partielle de prise de contrôle occupent une place centrale dans la nomenclature des O.P.A. L'ensemble de leurs qualités communes les rapprochent plus que leurs contrastes ne les séparent, et toutes deux peuvent être qualifiées d'offres simples dans la mesure où elles permettent à leur initiateur d'aboutir *directement* au résultat recherché : acquisition de la totalité ou d'une majorité des actions d'une société.

Malgré leur simplicité apparente, les choses se présentent dans la pratique d'une manière plus délicate.

L'offre complète, tout d'abord, peut n'avoir pas été acceptée par l'ensemble des actionnaires extérieurs. L'offreur partiel peut par ailleurs avoir d'autres objectifs qu'une simple prise de contrôle. Dans ces deux hypothèses l'offre sera naturellement *prolongée* par une procédure complémentaire (*a*) d'expropriation des actionnaires dissidents restants et ce sera la mise en œuvre pour l'offre complète des « avis » de l'article 209 du Companies Act de 1948, ou (*b*) d'acquisition des actifs et ce sera selon le cas celle de l'article 206-8 ou de l'article 287 du même C. A. pour l'offre partielle. Ces procédures complémentaires se greffent *dès l'origine* sur l'O.P.A. et donnent ainsi une coloration particulière à ce que l'on pourrait alors appeler des offres composées.

Ces procédures, distinguées de l'offre parce qu'elles sont destinées à *parachever* l'entreprise (1), doivent être distinguées d'un certain nombre de *variantes* et de *déformations* qui viennent constituer aux

(1) Nous les considérerons donc : II[e] part., chap. 4 s. A travers essentiellement celle de l'article 209 qui complète normalement une O.P.A. complète.

côtés des deux types fondamentaux que nous avons examinés et par rapport à eux ce que l'on pourrait enfin appeler des offres spéciales.

La situation ou la structure respective des deux sociétés en présence peut tout d'abord rendre inadéquate la mise en œuvre d'une offre classique et imposer en guise de variantes, soit que l'offre soit effectuée par une *société nouvelle* (section 1), soit que ce soit la société destinataire originelle qui effectue une O.P.A. de la société offrante dans une *offre inversée* (section 2). Il existe enfin des offres générales d'acquisition d'actions dont l'objectif est identique aux O.P.A. mais qui n'en échappent pas moins à toute règlementation et constituent par-là des offres *anormales, ou offres « franges »* (section 3), soit que l'offreur ne cherche qu'un contrôle minoritaire, plus simplement une participation, soit enfin qu'il considère la récupération d'une minorité restante et gênante dans une filiale.

## Section 1

## L'OFFRE COMPLETE OU PARTIELLE EMANANT D'UNE SOCIETE NOUVELLE

Il existe un certain nombre de raisons pour qu'un offreur décide de ne pas effectuer une O.P.A. lui-même tout en entendant prendre le contrôle ou absorber la société destinataire. Elles aboutiront le plus souvent à la mise en œuvre d'une offre effectuée par une *société financière* (A) ou par une *filiale* de la société offrante (B).

### A. — L'offre d'une société financière.

Le souci de réorganiser un secteur économique de manière rationnelle au sein d'un groupe puissant et compétitif qui existe à la base de mainte opération de saine concentration peut inciter les dirigeants à ne pas alourdir la structure du groupe par l'intégration d'une nouvelle filiale à 100 % consécutive à une offre de fusion de la société destinataire. Il s'avèrera, au contraire, plus intelligent de proposer un regroupement des activités sous la direction et le contrôle unique d'une société nouvelle purement financière (2), laquelle recueillant par une

(2) Il faut signaler cette erreur traditionnelle de traduction qui fait qualifier de *holding* (en Droit anglais une société mère par rapport à ses filiales (*subsidiaries*) — une société financière de gestion qui n'a pour objet que la détention des titres des sociétés d'un groupe pour en assurer plus aisément le contrôle et réaliser l'unité de direction et que les Anglais appellent normalement *financial company* par opposition à *manufacturing company* ou *en précisant : industrial holding company.*

ou plusieurs O.P.A. successives ou concomitantes les titres des différentes sociétés d'exploitation du groupe (y compris éventuellement de la société offrante), leur remettra en échange des titres qu'elle aura émis dans cette perspective.

Dans ce cas, si l'offre réalise simplement ce que nous qualifierons de fusion « par création d'un être moral nouveau », une nouvelle société sera constituée d'un commun accord entre les dirigeants des deux sociétés « promotrice » et « destinataire » (3). L'offre sera adressée par la société promotrice pour le compte de la société en formation, ou plus souvent, par cette dernière. Dans ce dernier cas, l'offre pourra viser tant les actions de la société destinataire que celles de la société promotrice, pour l'acquisition de la totalité ou d'une partie des titres selon les conventions passées et les projets entrepris. La seule nouveauté par rapport à l'offre classique est que les transferts seront alors conditionnels, non seulement à la réunion d'un minimum d'acceptations à une date donnée mais également au fait que l'offre ou les offres menées parallèlement deviennent elles-mêmes fermes (4).

La société offrante ne sera pas nécessairement une société financière. Elle peut n'être qu'une société d'exploitation classique. Tout dépend en définitive des intentions des parties. Ainsi dans d'autres cas, l'offre sera le fait non de la société désireuse d'un rapprochement elle-même mais d'une de ses filiales.

### B. — L'offre émanant d'une filiale de la société « offrante ».

Des raisons *stratégiques* peuvent inquiéter l'offreur à la veille d'une tentative de prise de contrôle d'une société donnée, et l'inciter à faire effectuer son offre par une de ses filiales déjà existante ou créée spécialement dans ce but.

Essentiellement, l'équilibre du contrôle en place dans la société offrante peut lui interdire d'envisager une offre d'échange qui bouleverserait cet équilibre par l'arrivée en masse de nouveaux actionnaires. De son côté la société destinataire peut entendre participer aux perspectives favorables d'un groupe rationalisé dont elle serait

(3) L'expression de société « promotrice » est usitée en Belgique pour qualifier la société offrante, cf. « Rapport de la Commission bancaire sur les O.P.C. », *in Epargner et Investir*, n° 41 (12-65). Il semble plus réaliste de conserver l'expression — traduite littéralement de l'anglais — pour qualifier celle qui prend l'initiative d'une opération visée ici ou dans l'hypothèse considérée en (B).

(4) De manière à ne pas supporter un résultat partiel. En réalité ces conditions sont la plupart du temps symboliques puisque l'ensemble de l'opération ne fait que matérialiser des accords préalables. Sur les conditions, II[e] part., chap. 1.

exclue par l'offre d'achat qui éliminerait pour cela ses propres actionnaires.

Il existe d'autres motifs. La société, tout comme d'autres personnes physiques ou morales, peut être intéressée par une opération pour laquelle elle possède les fonds nécessaires mais ne désire pas apparaître en nom (offre d'achat) ou être amenée à céder ses propres titres (offre d'échange) (5). De même le conseil et le groupe contrôlaire par hypothèse minoritaires, peuvent n'avoir pas obtenu l'accord de l'assemblée pour procéder à une augmentation du capital autorisé nécessaire (ou une augmentation insuffisante) pour réaliser l'offre d'échange dans les conditions envisagées. Enfin les contrôleurs peuvent désirer ne pas alourdir le capital et par voie de conséquence le fonctionnement de la société offrante.

Quoique les problèmes préliminaires de la société offrante, ou plutôt « promotrice » et de la société destinataire soient à peu près identiques à ce qu'ils étaient dans une offre normale, l'élaboration de la contrepartie et le financement de l'opération dans la filiale peuvent parfois s'avérer délicats (6).

Aux côtés de ce qui n'est qu'une variante habituelle de l'offre normale, l'offre inversée est plus raffinée.

(5) L'intérêt de cette opération est cependant atténué dans la mesure où l'on exige souvent que la circulaire mentionne le nombre de titres déjà détenus par une filiale ou la société mère de la société offrante (cf. B.T.R., 1 Ann., 2 part., 2 [1]). Le secret de l'opération est également atténué dans la mesure où l'on exige (2 [9]) que soient indiqués le nom des parties à une convention éventuelle de rétrocession et le nombre de titres de la société offrante que chacun possède.

(6) Une double question peut se poser : 1) L'opération nécessitant souvent une avance de fonds des deux sociétés — promotrice et destinataire — pour la création de la société offrante et le financement des acquisitions, on se trouvera devant l'interdiction d'assistance financière à l'acquisition de ses propres titres posée par l'article 54 C.A. On pourra arguer qu'il s'agit d'un échange et non d'un achat. De nombreuses Cours valident l'opération si les fonds ne sont utilisés que pour la création d'une nouvelle société. 2) En corollaire il faut que les administrateurs prêteurs possèdent statutairement les pouvoirs d'effectuer ces dépenses. La « clause générale » statutaire sur les pouvoirs des administrateurs les inclut lorsqu'il s'agit d'une « amalgamation ». WEINBERG valide l'opération même en l'absence de clause dès lors qu'elle « est destinée dans l'esprit de ses auteurs à procurer un avantage économique à la société » (cit., 701).

## Section 2

## L'OFFRE INVERSEE DE FUSION OU DE PRISE DE CONTROLE DE LA SOCIETE « OFFRANTE » PAR LA SOCIETE « DESTINATAIRE »

La situation particulière de deux sociétés ayant convenu d'une concentration de leurs activités peut suggérer une O.P.A. de la société « offreuse » par la société « destinataire », une absorption en sens contraire de celui qui apparaîtrait naturel. Autrement dit on assiste à une offre *inversée* (*reverse bid*) en lieu et place d'une offre normale (*forward bid*).

Lorsque la petite société B aura acquis la totalité ou la majorité des titres de la grande société A (7), il apparaîtra naturellement que le contrôle du groupe ainsi construit sera identique à celui qui se serait dégagé d'une offre normale d'acquisition de B par A. A la clôture des acceptations la société B doit normalement détenir la majorité des actions A mais les actionnaires de cette dernière, et notamment les promoteurs de l'opération sont en plus grand nombre ou sont plus puissants. Rémunérés par des actions de la société B, ils contrôlent normalement cette société au capital initial faible mais fortement augmenté par suite de l'incorporation du capital A. Plus le pourcentage acquis est important, plus cette chance de contrôle est forte et si, à la suite d'une expropriation de l'article 209, les quelques minoritaires de A ont dû céder leurs titres, la grosse société A devient filiale intégrale d'une petite société B dans laquelle le contrôle appartient aux anciens contrôleurs A.

On voit les motifs qui peuvent pousser certains à renverser ainsi le sens des opérations. Ce sont des arguments financiers tout d'abord. La grosse société A peut n'être pas cotée en Bourse alors que les actions de B le sont et que le bénéfice d'une cotation serait perdu dans une offre « en avant » (8). La société B peut avoir de grosses disponibilités non ou mal utilisées et ne pouvant les transférer à A pour l'acquisition de ses propres titres (9) les utilisera inversement sans difficulté pour acquérir ceux de A.

(7) La notion de grandeur est naturellement relative mais correspond à la majorité des cas.

(8) Ce fut le motif d'une offre célèbre (Peerless-Ericsson par Kenwood, cf. Weinberg, cit., 622, n. 27) mais les autorités du Stock-Exchange de cotation peuvent cependant ne pas s'estimer satisfaites.

(9) A cause de l'interdiction d'assistance financière posée par l'article 54 C.A. 1948, cf. n. 6.

Mais ces motifs sont surtout stratégiques. Les promoteurs de l'opération désireront voir la petite B, mieux organisable et plus souple, jouer dorénavant le rôle de société de gestion du groupe, confinant la société A dans un rôle d'exploitation pure. En pratique, ils trouveront là le moyen de *tourner l'opposition* de certains des *actionnaires de B,* suffisamment puissants comme minoritaires pour empêcher la mainmise sur la totalité des actions de leur société, mais impuissants à empêcher une offre qui, émanant de leurs majoritaires, aboutira finalement au résultat recherché.

On peut en effet considérer que l'offre d'acquisition de la totalité des titres de B doit pour réussir une expropriation complémentaire, réunir l'acceptation, au moins de 90 % des actionnaires. La présence d'une minorité importante interdira la plupart du temps ce résultat. L'opération inverse (dans la mesure où les actionnaires de A en acceptent le principe) permettra l'élimination de ces opposants, puisque la présence d'une minorité aussi importante que 49 % du capital n'empêchera pas la petite société B de décider le principe d'une offre (10).

Le point délicat réside dans le fait que l'opération est manifestement faite pour tourner une opposition éventuelle des minoritaires. L'annulation postérieure de cette offre fictive pourra être demandée devant les tribunaux dans la mesure où les administrateurs qui ont pris seuls la décision d'émettre de nouvelles actions au profit de la société fictivement destinataire se sont, en « manipulant le contrôle », rendus coupables d'une « utilisation préjudiciable » et abusive de leurs prérogatives d'émission. Il en sera de même s'ils ont proposé aux destinataires des conditions trop favorables et par conséquent désavantageuses sans nécessité pour leurs propres actionnaires (11).

Alors que l'offre émanant d'une nouvelle société ou l'offre inversée restaient des variantes non contestables sur le plan moral, avec les offres suivantes ce sont des types anormaux qui apparaissent, nés de failles dans les réglementations en vigueur.

(10) L'augmentation de capital dans B nécessite simplement une résolution ordinaire à la majorité relative (51 % des voix). Le cas est encore plus simple si le capital autorisé est suffisant pour permettre une initative des administrateurs seuls.

(11) Punt-Symons et C°, 1903 2 Ch. 506, pp. 515-6. Le reproche de conditions désavantageuses apparaît presque toujours fondé.

## Section 3

## LES OFFRES ANORMALES

Jusqu'en 1968 on pouvait considérer qu'en Grande-Bretagne existaient nombre d'offres qui, tout en possédant les principales caractéristiques de l'O.P.A., et notamment la simultanéité et la généralité de la proposition d'acquisition, ne pouvaient être qualifiées de telles en droit car elles ne visaient *pas* l'objectif officiellement prévu par le texte fondamental du *Board of Trade* de 1960 : l'acquisition ou la prise du contrôle, du contrôle « légal », c'est-à-dire *majoritaire*, de la société destinataire.

Comme on le devine aisément, le danger de ces opérations, que l'opinion qualifiait indifféremment d'O.P.A. était qu'elles visaient à donner à leur initiateur un résultat identique à celui conféré par une offre normale mais sans que ce dernier ait à se conformer aux règles impératives et sévères que le *Board of Trade* impose quant à la procédure à suivre et au contenu à fournir; ces propositions n'étant pas des O.P.A. passibles de cette procédure et de ce contenu. Un certain nombre d'offres, se situant à la *frange* des offres réglementées, avaient ainsi un régime proprement anormal, autant par l'absence théorique de surveillance qui aboutit à porter atteinte aux droits fondamentaux des actionnaires destinataires (notamment l'égalité dans la participation) que par le fait que leur existence même remettait en cause sinon la notion d'O.P.A. du moins sa définition juridique.

Tandis que certaines de ces propositions aboutissent à un contrôle majoritaire et constituent ainsi des offres d'acquisition *officieuse* du contrôle majoritaire d'une société (B), d'autres se contentent du simple contrôle *de fait* (C) que confère en pratique l'acquisition de 10 à 30 % des actions de cette société. A ces opérations il convient d'associer celle par laquelle une société mère tente d'éliminer les actions *minoritaires dans une filiale* (A) ou « *push over bid* ».

### A. — L'offre d'acquisition des actions minoritaires dans une filiale.

Elle se situe à la frange de l'offre complète. Une société possédant déjà le contrôle d'une autre peut désirer, par exemple parce que sa gestion ou son domaine d'activité sont insatisfaisants, assurer une distribution partielle des actifs et capacités de production entre les autres sociétés du groupe. La présence de certains actionnaires peut alors s'avérer gênante si certaines de ces dispositions nécessitent le

secret ou entraînent une orientation que n'approuverait pas une minorité aux intérêts trop divergents. Charge financière trop lourde, des actionnaires préférentiels peuvent enfin faire obstacle à une politique de stabilisation urgente (12).

Une offre d'acquisition des actions restantes complétées par une expropriation des dissidents conformément à l'article 209, C. A. 1948, pourrait être une première méthode pour aboutir. Mais dans ce cas la difficulté résidera dans le fait que des conditions *supplémentaires* d'admission sont imposées à la société offrante qui, par hypothèse, possède déjà un fort pourcentage des titres de sa filiale. Aux termes du « proviso » de l'article 209 en effet, lorsque la société offrante possède auparavant plus de 10 % des actions l'expropriation ne sera autorisée que si, en plus d'obtenir 90 % en valeur d'acceptations, celles-ci émanent d'actionnaires représentant les 3/4 des détenteurs sollicités (13). Une telle double majorité est alors difficile à réunir et les minoritaires ne peuvent être contraints à céder leurs titres.

C'est dans une telle hypothèse qu'une offre *déviée* peut être entreprise.

Pour tourner l'obstacle de la double majorité, l'offre sera effectuée, non par la société mère mais par une autre filiale ou une société alliée qui ne détient aucun titre de la société destinataire. Bien loin de constituer un obstacle, la participation déjà détenue par la société mère pourra être prise en considération pour aboutir au minimum ouvrant droit à expropriation des minoritaires dissidents. A la limite si la société mère détient déjà 90 % du capital de sa filiale, l'opération ne peut manquer d'aboutir puisque le pourcentage requis est déjà acquis (14). L'opération est ainsi qualifiée, de façon imagée, de « *push over bid* ».

Les tribunaux se montrent naturellement réticents à admettre des pratiques qui sont manifestement destinées à tourner une opposition minoritaire (15).

Une appréciation morale n'est pas aisée à formuler; la présence de quelques opposants irréductibles dans une filiale est souvent un

(12) Impliquant, par exemple, une limitation des distributions pendant un certain temps. Ce fut l'argument en France de l'O.P.A. des actions minoritaires de Simca Industries de 1966. Cf. Conclusion.

(13) Cf. II[e] part., chap. 4.

(14) Ces actions vont en effet figurer dans le chiffre des actions extérieures retenues pour le calcul des 90 % cédés puisque l'article 209 n'écarte que celles détenues par une filiale ou un représentant (*nominee*) et non celles de la société mère qui possède déjà par hypothèse plus de 90 % des titres.

(15) Comme pour l'offre inversée qui lui est, sur ce plan, semblable, une Cour s'opposera à l'expropriation sauf s'il est prouvé que les minoritaires agissaient, par leur opposition, d'une manière contraire aux intérêts de la société. Cf. II[e] part., chap. 5. Le Code de la Cité de 1968 exige (parag. 4) qu'un « avis compétent extérieur » (*competent outside advice*) soit fourni aux minoritaires dans l'offre.

obstacle de taille pour toute réorganisation qui n'aurait pas leur accord. Cependant l'expropriation légale qui, nous le verrons, repose sur la présomption d'une approbation quasi unanime d'un projet déterminé doit pouvoir être refusée lorsqu'elle se présente par un biais manifestement tablé sur les fissures des règles en vigueur.

A côté de cette offre-frange qui pourra être freinée par une nouvelle expression des conditions imposées à l'expropriation légale, d'autres ne pouvaient, jusqu'en 1968, qu'être considérées comme anormales parce qu'elles remettaient en question la définition même de la technique que nous considérons.

### B. — L'offre officieuse de prise du contrôle majoritaire.

La définition centrale des O.P.C. proposée par le *Board of Trade* en 1960 ne concerne selon son interprétation classique, que les offres qui *visent expressément* un contrôle *majoritaire* dans l'offre elle-même. Il suffisait dans ce cas à un quelconque offreur de proposer de n'acquérir que 49 ou 50 % des titres de la société destinataire pour obtenir, compte tenu en pratique des abstentionnistes ou des indifférents, un contrôle de la majorité relative aux assemblées *sans* avoir à se conformer à la procédure et au contenu imposés par le *Board* pour les offres que cet organisme entendait soumettre à sa surveillance.

### C. — L'offre de prise de contrôle de fait.

Parfois, enfin, la société offrante se destinait non à acquérir un pourcentage à peu près majoritaire des actions de la société destinataire, mais simplement à exercer le contrôle en pratique aussi complet que donne dans la plupart des sociétés importantes et au capital dispersé la possession d'un *petit nombre* de titres par ailleurs fortement liés.

Là non plus, n'étant pas visée par la définition du *Board*, l'offre sera effectuée librement sinon arbitrairement.

Tout comme l'offre d'acquisition des actions minoritaires, les deux propositions que nous venons de considérer constituent des offres proprement anormales directement élaborées pour tourner du moins en Grande-Bretagne une Loi insuffisamment explicite. Certaines offres procurent ainsi à certains offreurs les avantages que confèrent la publicité et la soudaineté d'une O.P.A. sans avoir donné aux destinataires cette chance égale de participer qui constitue pourtant la base de la technique.

Un problème se présentait donc en Grande-Bretagne à propos de ces déformations, non plus de fait mais de droit et qui était en fin de compte de savoir ce qu'est une O.P.A. Avec la parution en 1968 du Code de la Cité et une nouvelle définition des offres autorisées la situation s'est éclaircie. L'étude du statut juridique des O.P.A. fait apparaître combien de divergences existent cependant encore sur ce problème entre les différents pays connaissant cette technnique.

## TITRE III

# LE STATUT JURIDIQUE

La notion d'O.P.A. est ambiguë. L'accent doit-il porter plus sur l'action (offre...) et convient-il alors de distinguer des offres qui visent le contrôle celles qui se contentent d'y parvenir; ou plus sur le résultat (... de prise de contrôle) et dès lors saisir parfois jusqu'à l'offre d'achat d'une simple participation ? En réalité, il s'agit avant tout de déterminer ce qui est craint et donc à réglementer.

L'histoire de la réglementation des offres témoigne d'une hésitation constante entre deux pôles. Choisissant d'organiser plutôt la proposition de prendre le contrôle d'une société, les Anglais avec « le T.O.B. » s'opposent déjà à « l'O.P.A. » française qui est plutôt une offre d'acquisition d'une masse de titres. Mais surtout quoique les abus soient manifestes, le *Board of Trade* ne semble se préoccuper que de l'opération qui vise officiellement le contrôle majoritaire d'une société et le Companies Act de 1967 reste muet sur toute réforme.

Le statut juridique de l'O.P.A. suscite donc un *problème de règles* applicables. En un sens, mais peut-être le fait est-il plus sensible en Grande-Bretagne qu'ailleurs, le régime juridique des offres avec sa masse de dispositions particulières réalise-t-il cette «plus profonde exploration de la nature humaine dans le style le plus inégal » que T. S. Eliot voyait dans l'œuvre de D. H. Lawrence.

## CHAPITRE 6

# *LA REGLEMENTATION DES OFFRES*

On pourrait estimer qu'il n'en existe pas de complète. Il sera plus juste de dire qu'il n'en est pas une qui satisfasse nos habitudes.

Avec cette crainte traditionnelle d'aller plus loin que la stricte nécessité immédiate, les autorités britanniques conservent le souci essentiel d'obliger l'ensemble des parties à s'entendre avant toute contrainte « sur l'expression d'une sorte de dénominateur commun minimum quant à la conduite acceptable d'une O.P.A. » (1). Quoique le droit des sociétés soit l'un des domaines où les scrupules sont les plus atténués, le fait que nombre d'opérations se déroulent entre des sociétés qui, selon une expression pudique « s'opposent avec plus qu'une animosité normale », ne mitige jamais la répulsion maintes fois exprimée de la Commission Jenkins, préparant la réforme du Companies Act de 1948, à « placer des obstacles dans la mise en œuvre des opérations honnêtes de prise de contrôle » (2). Toute contrainte s'avère « impossible, car aucune règle ne peut absolument lier, aussi longtemps que l'on veut préserver un marché libre de valeurs mobilières ».

Dès lors, et malgré des réformes, la réglementation britannique des O.P.A. apparaît comme *fragmentaire* et il demeure toujours difficile d'avoir une vue d'ensemble sinon empirique des implications de fond comme de procédure qu'entraîne un recours à une technique née comme une technique proprement boursière et largement développée depuis.

(1) *Financial Times*, 20-7-1967, annonçant la reprise des travaux sur le « Code de Conduite » des O.P.A., élaboré par la Cité en 1959.

(2) C.L.C., Rep. 265, *in fine*. Sur la Commission, cf. note 28.

Tandis que la Grande-Bretagne doit faire face aux difficultés nées d'une *diversité de régimes* d'offre issus du *Frauds Act de* 1939 (Section 1), un certain nombre de pays « d'outre-mer » de tradition juridique britannique s'engagent à leur tour sur la voie d'une réglementation des offres effectuées sur leur territoire. Et c'est peut-être, parce que plus familiarisés avec la conception d'un droit ordonnateur, ils sont moins soumis aux pudeurs britanniques (3) que l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud, envisagent dans leurs Companies Acts respectifs depuis 1962 une *expérience* originale dans une optique élargie des O.P.A. (Section 2). Dans leur tentative ces pays s'inspirent eux-mêmes des dispositions promulguées en 1960 par le Board of Trade britannique, et le climat de recherche constante qui anime les uns et les autres et aboutit en Nouvelle Zélande à des dispositions audacieuses, débouche à son retour dans une Grande-Bretagne marquée par des expériences spectaculaires sur de nouvelles règles visant à étendre et améliorer celles du Board of Trade de 1960. La présentation des *Recommandations* du Comité Jenkins (1966) et du *Code de la Cité* (1968) (Section 3) permettra de constater que nombre de problèmes demeurent posés en Grande-Bretagne tant en ce qui concerne l'objectif de cette réglementation que le concept même d'O.P.A.

## Section 1

## LES PRINCIPES DE LA REGLEMENTATION BRITANNIQUE DES OFFRES : LE FRAUDS ACT, 1939

Elle s'inscrit dans le cadre général de la protection des épargnants qui « peuvent être invités à souscrire, acheter, vendre ou échanger des titres d'une société » et repose sur un certain nombre de textes législatifs, réglementaires ou mêmes privés qui, tous, s'inspirent du fondamental (A) *Prevention of Frauds* (*Investments*) *Act* de 1939-58.

A partir d'une *interdiction* de principe de toute « invitation » à négocier des titres, les autorités ont constamment entendu restreindre les canaux par lesquels sont transmis au public les diverses « circulaires » d'offres d'achat et de vente d'actions. Las d'attendre les dispo-

(3) Le respect de la tradition juridique britannique est l'un des ciments de l'unité des pays de langue anglaise même lorsque, comme c'est le cas pour l'Afrique du Sud, le droit anglais n'est qu'une des composantes. Les expériences des trois pays cités sont proprement originales : cf. G. W. Paton, *The Commonwealth of Australia*, 1952 ; J. C. Robson, *New Zealand*, 1954 ; R. W. Lee, *Introduction to Roman Dutch Law*, 5e éd., 1961.

sitions législatives qui s'avéraient nécessaires pour canaliser l'accroissement et les abus des offres d'acquisition, le ministère britannique du Commerce, le *Board of Trade* devait alors élaborer seul en 1960 une *réglementation* des O.P.A. dont l'application, limitée à une catégorie d'intermédiaires professionnels, les *Licensed Dealers* (B) devait en fait et sous la pression du *Board* être étendue à *l'ensemble* des offres (C).

### A. — Les invitations à négocier des titres du Prevention of Frauds (Inv.) Act de 1958.

Si le législateur britannique s'est beaucoup préoccupé des offres adressées pour la souscription ou la vente de titres nouveaux, qui doivent alors être accompagnés d'un « prospectus » très élaboré (4), il faut attendre le *Prevention of Frauds* (*Investments*) *Act* de 1939 pour voir apparaître une première réglementation d'ensemble des négociations postérieures sur des titres émis dont on mesurait jusque-là mal les conséquences.

Aux termes des « Dispositions générales » reprises en 1958, il est interdit (art. 14 [1]) à quiconque de « distribuer... une circulaire... invitant des personnes à être parties à un contrat d'acquisition, de disposition ou de souscription d'actions » ou contenant des informations destinées à permettre un tel contrat et d'autre part, (art. 13) sont poursuivies pénalement les incitations à contracter faites par toutes « déclarations, promesses ou prévisions... qui sont connues pour être trompeuses, fausses ou mensongères » ou faites de manière négligente ou par toute « dissimulation malhonnête de faits importants » (5).

Ce texte indifférencié qui interdit donc, entre autres, toute offre d'acquisition (ou d'échange) de titres prévoit cependant un certain nombre d'exceptions. Sont ainsi autorisées (art. 14, al. 2 et 3) les « distributions » de circulaires qui :

1° Emanent d'un certain nombre d'intermédiaires agissant dans le cadre d'une activité professionnelle autorisée par licence ou spécialement exemptée (6), ou

2° Emanent de toute personne ou société spécialement autorisée par le *Board of Trade* à effectuer une invitation déterminée (7).

(4) Companies Act, 1948, art. 38. Cf. PALMER, *Company Law*, 20e éd., 1959, 147 s.

(5) Le premier texte de 1939 a été repris en 1958 avec une interversion des articles 13 et 14.

(6) Membres d'un Stock-Exchange (reconnu par le *Board of Trade*) d'une association reconnue de « *Dealers* », *Exempted Dealers* et *Licensed Dealers*. Sur les distinctions et organisations, cf. PALMER, cit., 205.

(7) Le *Board* exige alors que la circulaire autorisée comporte de manière évidente la mention : « La permission donnée par le *Board of Trade* en confor-

Un champ relativement vaste d'opérations est ainsi couvert par ces deux articles, dont le but est, comme le signale L. C. B. Gower : « d'empêcher que des épargnants ne soient invités à négocier des titres à moins qu'ils ne reçoivent l'information la plus complète... ou ne soient approchés par un conseiller professionnel de réputation » (8).

C'est donc dans ce cadre que s'est tout naturellement intégrée la réglementation de cette catégorie particulière d'« invitations » que constitue les offres publiques d'achat.

### B. — Les règles spéciales du Board of Trade de 1960.

On remarque que dans cette recherche d'un contrôle précis des canaux d'émission d'invitations à négocier des valeurs mobilières, les O. P. A. se trouvent soumises à des régimes différents selon la qualité, non de l'offreur, mais de la *personne effectuant la « distribution »* matérielle. Avant 1960, deux régimes peuvent globalement être distingués selon que les offres sont effectuées par l'intermédiaire d'un professionnel autorisé à négocier des valeurs et par-là à distribuer des circulaires d'offre, ou qu'elles émanent directement de l'offreur et sont alors spécialement autorisées par le *Board of Trade*.

Le *Board of Trade* est, à cette époque, conscient de l'insuffisance des règles applicables aux O.P.A. D'autant plus que cette technique devient populaire avec tous les abus que la diversité existante des régimes ne manque pas d'entraîner. L'impossibilité d'obtenir rapidement une réforme de l'article 14 par la voie législative entraîne alors cet organisme, agissant dans le cadre de l'autorisation qui lui a été conférée par le Parlement (9), à élaborer et publier les *Licensed Dealers* (*Conduct of Business*) *Rules*, 1960.

Ces dispositions, outre qu'elles établissent un statut de l'activité professionnelle de cette catégorie particulière d'intermédiaires contiennent des dispositions très détaillées et rigoureuses applicables à l'émission de toutes les O.P.A. effectuées par ces personnes (10). Pour la

mité du *Prevention of Frauds* (Inv.) Act, 1958, pour la distribution de ce document n'implique pas l'approbation des termes de l'offre ou sa responsabilité des déclarations faites ou du sérieux des opinions émises. »

(8) GOWER, cit., 286. Lord CHORLEY, cit., considère par ailleurs que le public et les société méconnaissent l'étendue de l'interdiction posée par l'article 14.

(9) Sur les conditions d'élaboration des Règles de 1960, cf. S. F. G. de MONTMORENCY, Take Over Bids, *Journal of Business Law*, 1963.

(10) A l'origine cette catégorie d'intermédiaires devait permettre à de petits agents de change, non membres d'associations, d'exercer ; mais seulement 35 personnes en 1961 étaient licenciées et peu, note la Commission, de celles pour lesquelles les dispositions ont été prévues. C.L.C., Rep. 261. Le texte des Règles, *in* PALMER, cit., Supplément, 688.

*première fois*, une *procédure complète* est organisée, et la fourniture d'un certain nombre de *renseignements* fondamentaux imposée tant dans l'offre elle-même que dans la recommandation d'acceptation éventuellement donnée par les administrateurs de la société destinataire à leurs actionnaires. De plus, l'O.P.A. est définie (11).

Dans l'esprit du *Board* l'influence de ces Règles de 1960 doit cependant largement dépasser le cadre restreint dans lequel elles sont apparues.

### C. — L'influence des Règles de 1960.

Le *Board of Trade* qui les a élaborées d'urgence et sans pouvoir attendre les recommandations d'une Commission de Réforme du Companies Act dont le travail est lent et critiqué, va « insister », en publiant les Règles pour qu'elles reçoivent une application *générale* quel que soit le canal d'émission choisi pour l'offre (12).

Très largement observées en pratique, ces dispositions qui exposent le régime actuel des O.P.A. en Grande-Bretagne ont, en définitive, une influence variable selon les personnes qui effectuent l'offre :

1° Pour l'offre émise par le *Licenced Dealer* les dispositions de procédure et de contenu s'appliquent naturellement dans leur intégralité.

2° Pour l'offre émise *directement* par la société offreuse, le *Board* insiste pour que les documents et les étapes prévus soient conformes aux Règles lorsque l'autorisation prévue par le *Frauds Act* sera sollicitée. Des exigences supplémentaires ou des exemptions sanctionneront éventuellement les mérites particuliers de l'opération (13).

3° Pour l'offre émise par l'intermédiaire d'un membre d'un Stock-Exchange, le « *Code of particulars* » imposé par le *Share and Loan Department* pour les offres soumises à son approbation et, depuis 1966, les dispositions du *Memorandum* publié par la Fédération des Stocks-Exchanges de Grande-Bretagne et d'Irlande seraient au fond en concurrence avec les Règles de 1960 si les unes et les autres n'étaient pas très semblables et les premières plus strictes encore (14).

La situation, déjà moins nette avec cette catégorie, devient délicate avec les deux dernières, et les autres intermédiaires.

(11) Cf. note 17.
(12) C.L.C., Rep. 269.
(13) C.L.C., Rep. 272 et Rec. 294 (*b*).
(14) « Memorandum of guidance and requirements of the Federation of Stock-Exchange » of Great Britain and Ireland, juin 1966, pp. 23-7, « Bids and Offers », cf. texte, Annexe 2. L'importance de ce document est certaine, étant donné le nombre beaucoup plus grand qu'en France de sociétés cotées et l'influence morale du Stock-Exchange de Londres.

4° Pour l'offre émise par l'intermédiaire des *banques* dont les documents sont, « en usage courtois », soumis au contrôle du Stock-Exchange de Londres, un grand nombre respectent en fait plutôt les règles de « bonne pratique » décidées d'un commun accord en 1968 dans le « *City Code* » qui constitue un véritable « Code de conduite » des O.P.A. (15).

5° Pour l'offre, enfin, émise par l'intermédiaire d'un *Exempted Dealer,* quoique beaucoup de membres de cette catégorie particulière soient déjà membres de catégories précédentes et s'en tiennent à leurs règles, certains ne sont soumis à aucun contrôle une fois leur statut accordé. Le seul moyen pour le *Board* de les obliger à se conformer à ses vœux serait de menacer de retirer son privilège à l'intermédiaire (16). En pratique, dans ce cas comme dans les autres, l'observation des Règles de 1960 résulte du commun accord que ne manque pas d'établir les relations mutuelles et surtout le pouvoir de pression du ministère.

La réglementation des O.P.A. britanniques se fait ainsi d'une manière souple et au travers de multiples variantes. En soi la dispersion des dispositions qui régissent tant la procédure que le contenu de l'offre n'aurait, dans cet esprit, rien d'inquiétant si elle ne se doublait d'une *multiplicité de définitions* des offres auxquelles ces dispositions s'appliquent.

Paradoxalement, le champ d'application des Règles instituées par le *Board of Trade* est *limité.* En effet, les offres définies au paragraphe 18 (1) sont les offres : « d'acquisition de titres d'une société faites à plus d'un détenteur de ces titres et calculées de façon à donner à une personne... l'acquisition du contrôle de cette société ». Les offres considérées doivent s'entendre, selon la seule interprétation précise existante (17) comme uniquement celles dont l'objectif officiel est d'une *majorité absolue* aux assemblées.

Plus larges que celle du *Board,* d'autres définitions sont cependant données par les différents organismes considérés plus haut. La coexistence de régimes distincts sur lesquels le *Board* n'a qu'une in-

(15) A l'origine des *Note on amalgamations of british businesses* (*City Notes*) furent préparées sur la suggestion de la Banque d'Angleterre par un groupe d'organismes financiers de la Cité, d'où leur nom et publiées en octobre 1959. Révisées après la publication des Règles de 1960 elles servent de base au Mémorandum des Stocks-Exchanges de 1966. Elles sont à nouveau révisées par les mêmes organismes dans le *City Code on Amalgamations and Mergers,* publié en 1968. Cf. texte, Annexe 3.

(16) WEINBERG, cit., 1911, estime que les hésitations du *Board* sont dues à leur puissance. De fait il semble que ces intermédiaires se conforment aux Règles mais « exercent leur discrétion en omettant certaines exigences dans les circonstances où ils estiment qu'ils seraient aptes à ce faire s'ils en étaient requis par le *Board of Trade* ».

fluence très variable contribue à une certaine complexité de la question et des insuffisances dans la réglementation britannique des O.P.A. qui favorisent alors et tout naturellement des abus.

Ces insuffisances donnent tout son intérêt à l'expérience des autres pays utilisateurs de la technique.

## Section 2

## L'EXPERIENCE DES PAYS D' « OUTRE-MER » (18)

L'apport original des droits australien d'une part, néo-zélandais et sud-africain de l'autre, à notre connaissance des O.P.A. est manifeste sur trois points qui constituent autant de différences avec le régime anglais actuel. Ces trois pays, qui se sont successivement ou vont se doter d'une réglementation particulière, s'inspirant des Règles britanniques de 1960, bénéficient d'une expérience juridique dont l'authenticité par rapport aux principes de la Common Law britannique ont tout naturellement permis de déboucher sur des points d'appui plus satisfaisants pour nos esprits. Il en est ainsi du principe d'une réglementation *unique* d'une technique conçue comme une méthode de concentration de sociétés (A), du concept de *Projet* de prise de contrôle (*Take-Over Scheme*) (B), de l'organisation, enfin, d'une *procédure complète et coordonnée* (C).

### A. — Le principe d'une réglementation unique de l'O.P.A.

Elaborée en 1961 d'après les travaux du *Board of Trade* britannique et promulguée au cours de l'année suivante dans les différents Etats de la Fédération, la réglementation australienne des O.P.A. figure partout (19) dans la partie « *Arrangements and reconstruc-*

(17) *Take-over offer* signifie : « *an offer to acquire securities of a corporation made to more than one holder of those securities calculated to result in any person acquiring or becoming entitled to acquire, control of that corporation* ». Il n'existe, quoique cela puisse paraître étonnant, qu'une seule interprétation de ce texte vague, Weinberg, cit., 506, qui parle de *legal control*. Elle ne semble pas être contredite par Gower dans son introduction à l'ouvrage. La Commission Jenkins semblerait apparemment appréhender les offres d'acquisition du contrôle minoritaire (*controlling interests*, C.L.C., cit., 266) si malheureusement elle ne reprenait pas sans la préciser la définition de 1960.

(18) *Overseas countries*. Le Droit anglais qualifie généreusement de ce terme tous les pays étrangers. Nous appliquerons ce terme aux trois pays considérés dans cette étude : Australie, Nouvelle-Zélande et Afrique du Sud.

(19) La Fédération australienne comprend sept Etats possédant chacun une législation autonome quoique similaire. L'étude a été faite à partir de l'*Australian*

*tions* » de chaque Companies Act à l'article 184 qui précède la procédure complémentaire d'expropriation des minoritaires dissidents qui en est, dans l'article 185, l'aboutissement naturel. Egalement conçue comme une méthode de fusion, une procédure unique d'offre est adoptée en 1963 par la Nouvelle-Zélande (20). Dans l'un et l'autre cas, la réglementation est complètement différenciée des procédures d'acquisition, de souscription ou de cession de titres organisées par ailleurs.

Et tandis que l'Afrique du Sud élabore la réforme de son Companies Act sur les mêmes principes (21), l'identité d'attitude montre combien la faveur de la « *legislative weapon* » et le détachement relatif des méthodes empiriques britanniques permettent à ces trois pays d'aborder la réglementation *d'ensemble* et *complète* d'une technique avant d'être une méthode d'*acquisition de titres*, est une méthode de *concentration de sociétés par actions*.

C'est avec un esprit semblablement éloigné du « mépris de la spéculation » qu'attribuait Taine au génie anglais que les législateurs de ces trois pays abordent la définition de l'offre et le champ d'application de sa procédure.

### B. — Le concept de « Take-over-Scheme ».

L'article 184 (1) australien qui introduit une distinction nouvelle permet de dégager plusieurs précisions importantes dans l'appréhension du concept d'offre.

L'Australie, suivie en cela des deux autres pays, ne connaît pas simplement une O.P.A., mais distingue entre :

1° *L'offre de prise de contrôle* (*Take over offer*) qui recouvre une « offre ou une offre envisagée pour l'acquisition d'actions dans un projet de prise de contrôle », et

2° *Le projet de prise de contrôle* (*Take over scheme*) qui vise un « projet impliquant la mise en œuvre d'offres par une société existante ou en formation ou pour leur compte par un tiers, pour l'acquisition » :

*Capital Territory Companies Ordinance 1962-63* dont dépend la capitale Canberra. Cf. PATON, cit., p. 5.

(20) *New Zealand Companies Ordinance*, 1963, n° 136, I^re^ part., *in N.Z. Statutes 1963*, n° 2, plus deux annexes.

(21) La réglementation sud-africaine n'est encore qu'à l'état de projet. L'étude a été faite sur la base des Recommandations de la *Fédération des Chartered Accountants* pour la réforme du C.A. de 1926, soumises en 1964.

(22) Taine à propos de Macauly, *in Histoire de la Littérature anglaise*, 13^e^ éd., 1911.

*a*) de toutes les actions d'une autre société ou de toutes celles d'une catégorie particulière d'une autre société, ou

*b*) du nombre d'actions d'une autre société qui « avec les actions, s'il y en a, déjà détenues par la première mentionnée (ou par toute autre société qui est présumée... être relatée à cette société) procure le droit d'exercer, ou de contrôler l'exercice de, au moins, un tiers (1/3) du pouvoir de vote à l'assemblée générale de l'autre société » (23).

Trois nouveautés importantes distinguent ainsi les conceptions australiennes de celles en usage en Grande-Bretagne des Règles de 1960.

1° Tout d'abord la *distinction* entre offres partielles (d'acquisition d'une partie du capital) et offres complètes (d'acquisition du capital) qui n'existe pas en Droit anglais en 1960 (24) est ici parfaitement présentée.

2° Le cadre des offres soumises à la Loi est largement étendu puisque est qualifiée d'offre partielle, pour être soumise à un contenu et une procédure obligatoires, celle qui aboutit en *résultat* et pas seulement en objectif à un contrôle *minoritaire* (1/3 des voix) et non plus majoritaire, de la société destinataire. Outre la possibilité d'englober plus d'opérations qu'en Grande-Bretagne, l'efficacité et donc le danger d'un contrôle minoritaire sont reconnus. L'intérêt d'une définition nouvelle est renforcé par la précision des catégories d'actions qui, censées appartenir à l'offreur avant l'opération, sont obligatoirement incluses dans le calcul qui soumet l'offre aux dispositions de la Loi.

3° La distinction, enfin, qui est opérée entre offre et *projet* (*offer/scheme*) permet de caractériser ce qui fait l'originalité de la technique. Celle-ci n'est pas seulement une proposition d'acquérir des titres d'une société, mais surtout une *offre d'en prendre le contrôle*. Contrairement à la conception française de l'offre « publique d'achat » où, comme nous le verrons en conclusion, l'accent est mis sur le mode d'acquisition des titres, le T.O.B. est réglementé parce que les *intentions* de l'offreur sont révélatrices. Ce n'est pas la mise en œuvre qui est originale, c'est le but, et cette technique n'a que peu de rapports avec l'ensemble des invitations à négocier des titres où le Droit anglais la rangeait jusqu'alors (25).

Une organisation précise de la procédure complète l'éventail de l'apport des pays d'outre-mer.

(23) La Nouvelle-Zélande (*N.Z. Amendment C.A., 1965, Interpretation*) parle comme l'Afrique du Sud de la moitié.

(24) B.T.R., 18 (1) ne fait pas de distinctions. Les seules qui existent figurent dans le Rapport (1963) de la Commission Jenkins, C.L.C., cit., 266.

(25) Pour cette raison, le T.O.B. sera désormais traduit par « offre de prise de contrôle » (O.P.C.) et non plus par O.P.A.

### C. — L'organisation de la procédure.

Non seulement l'Australie crée une procédure uniforme des O.P.C., mais elle *lie* la procédure d'offre (art. 184, C. A.) à celle complémentaire d'expropriation des minoritaires dissidents à l'offre (art. 185, C. A.). C'est un ensemble harmonieux qui est constitué.

L'intérêt théorique d'un tel rapprochement se double du mérite d'avoir su apprécier les obligations qui reposent sur les différents participants. Ainsi apparaît l'idée qu'au « *statement* » de la société offreuse répond de manière obligatoire un « *statement* » en réponse de la société destinataire. Cette déclaration, facultative en Grande-Bretagne, et qui contiendra éventuellement la défense des administrateurs hostiles à une proposition devra, quelle que soit la position du conseil contenir un certain nombre de renseignements clarifiant aux yeux des actionnaires tant la situation de leur société que l'intérêt personnel que leurs mandataires peuvent trouver dans cette opération dont ils recommandent le rejet ou l'acceptation.

Les différentes étapes de la procédure élaborées par les trois procédures, tout en présentant une ligne directrice commune divergent naturellement dans le détail (26).

Un seul aspect de cette procédure ne fait pas l'unanimité dans son principe : c'est celui du *contrôle préalable* par une autorité judiciaire ou administrative.

Tandis que la Fédération des *Chartered Accountants* sud-africains s'oppose fortement et par principe à toute idée d'un examen préalable, le Gouvernement néo-zélandais à l'autre extrême promulgue en 1964 des « *Overseas Take-Over Regulations* » qui soumettent à un enregistrement spécial les offres étrangères (27). L'évolution de la Nouvelle-Zélande démontre s'il le fallait, pour cette nation qui a toujours été à l'avant-garde des pays de langue anglaise dans les réformes législatives en matière économique, l'impossibilité de s'en remettre principalement aux mécanismes privés auxquels la Grande-Bretagne continue de faire confiance.

Quoiqu'il en soit, devant l'accroissement des tentatives de prise de contrôle et des failles trop flagrantes des Règles de 1960, une réforme des régimes britanniques à l'image des nouvelles règles en usage dans des pays alliés s'imposait. Chargée de la *révision du Companies Act*, 1948, avec entre autres missions, de « considérer à la lumière des conditions et pratiques modernes, incluant celle des offres de

(26) Cf. II[e] part., chap. 1.

(27) Sur ces règles, cf. III[e] part., chap. 6. Plus généralement sur le rôle moteur de la législation en Nouvelle-Zélande, cf. les remarques de Robson, cit., 91 s.

prise de contrôle, ce que devraient être les devoirs des administrateurs et les droits des actionnaires », la Commission Jenkins aboutit en 1963 à un certain nombre de recommandations essentielles (28). Ces recommandations ne sont pas intégrées dans le nouveau Companies Act de 1967. L'année suivante, la Cité publie à Londres son nouveau Code des O.P.C.

## Section 3

## LE RAPPORT JENKINS ET LE CODE DE LA CITE

« Il est sans doute nécessaire, pour la protection des actionnaires... que les activités des sociétés et des responsables de leur gestion soient soumis à un degré important de contrôle législatif. Mais les contrôles et les réglementations portés à l'excès peuvent défaire leur propre objectif et nous partageons les vues des Commissions Greene et Cohen quant à l'inopportunité d'imposer des restrictions qui freineraient sérieusement les activités d'honnêtes gens de façon à défaire un fraudeur occasionnel, et quant à l'importance de ne pas placer d'obstacles déraisonnables sur des opérations conduites de manière efficace et honnête... En ce qui concerne les O.P.C... nous avons dès lors confiné nos remarques à (un) champ limité et nous nous sommes astreints à ne pas nous embarquer dans un examen des questions économiques et sociales plus vastes qui ont été posées en relation avec quelques récentes offres. »

« Dans ces avertissements (29) caractéristiques de l'approche par les juristes britanniques d'une réglementation législative, il apparaît

(28) La Commission de 14 membres sous la présidence du RH. Lord Jenkins continue une pratique traditionnelle de la Grande-Bretagne qui consiste à donner tous les vingt ans, *a good overhaul*, un bon « époussiérage » au Companies Act, c'est-à-dire à la Loi fondamentale des sociétés, en vigueur. Depuis la fin du XIX[e] siècle, le *Board of Trade* a établi l'habitude, depuis lors suivie, de nommer un comité d'experts pour réviser le droit des sociétés, puis de faire passer immédiatement leurs recommandations dans une Loi immédiatement abrogée et incorporée dans un texte de consolidation. Ainsi les travaux du Comité Cohen publiés en 1945 furent-ils votés dans le Companies Act 1947 et incorporés dans le Consolidating C.A., 1948, actuellement en vigueur. De même cette Commission ne faisait-elle que suivre la tradition des comités Loreburn (Cons. C.A., 1908) et Greene (Cons. C.A., 1929) tandis que d'autres légiféraient et légifèrent sur des questions d'actualité comme le *Bodkin Committee* dont les travaux sur les pratiques en matière de négociations de titres aboutirent au Frauds Act de 1939.

Précédé d'un appareil complet de témoignages et analyses (Jenkins Comm. Minutes) le rapport comprend un texte principal de 526 numéros et deux notes de dissentiment sur : 1) Les actions sans droit de vote, et 2) Les comptes des banques et établissements financiers, signées entre autres par L. C. B. Gower.

(29) C.L.C., Rap. 11 et 16. Les questions posées à la Commission étaient : 1° Assurer le dévoilement des renseignements sur lesquels les actionnaires peuvent

bien que les *réformes* proposées (A) seront en définitive limitées. Celles proposées par le *Code de la Cité* en 1968 comblent des lacunes (B). D'importance inégale, toutes ces réformes démontrent que chaque pays connaissant la technique de l'offre l'aborde de manière *différente* sur un certain nombre de points (C).

### A. — Les recommandations du Comité Jenkins.

Elles vont dans trois directions, dont deux sont capitales.

1. — Aux termes de la recommandation la plus importante la Commission émet le vœu « que le *Board of Trade* ait les pouvoirs d'élaborer des règles... applicables à chaque O.P.C. et à chaque circulaire contenant une O.P.C., ou une recommandation aux membres de la société destinataire de leurs administrateurs d'accepter une telle offre, sans tenir compte de qui distribue ou effectue cette circulaire ou cette offre ». En même temps qu'il reçoit le pouvoir d'exempter certains offreurs de ces règles, le *Board of Trade* aboutit à cette *unification* des dispositions existantes tant recherchée en une réglementation unique et générale à l'exemple des autres nations considérées.

2. — Par ailleurs la Commission décide de *substituer* à une variété de régimes d'autorisations préalables un *régime de liberté contrôlée*, reposant sur un simple enregistrement auprès du *Registrar of Companies*. L'esprit du nouveau régime apparaît à la lecture de la recommandation (30) :

« (c) Les circulaires contenant, ou recommandant l'acceptation d'offres de prise de contrôle ne doivent plus avoir à être envoyées par des canaux autorisés ou spécialement approuvés par le *Board of Trade*. Comme pour les offres de souscription accompagnées du « prospectus », elles doivent être envoyées pour enregistrement au *Registrar of Companies* avant leur distribution. Celui-ci, sous réserve d'appel devant les tribunaux, doit pouvoir refuser d'enregistrer toute circulaire qui ne donne pas les renseignements requis par les règles (élaborées ci-dessus) ou le fait d'une manière susceptible de créer des impressions erronées. L'émission d'une circulaire non acceptée à l'enregistrement doit devenir une « offence ». Le *Registrar* doit enfin

se former une opinion, ; 2° Procédure ; 3° Attitude des administrateurs ; 4° Dévoilement de l'identité de l'offreur ; 5° Financement des opérations ; 6° Dévoilement des intérêts des administrateurs et compensations de perte de fonctions (art. 191-4, C.A., 1948) et 7° Dispositions sur l'acquisition obligatoire de titres d'une minorité dissidente (art. 209, C.A., 1948).

(30) C.L.C. Rec., 294 (*a*), (*b*) *et* (*c*).

être prié de placer toute circulaire acceptée à l'enregistrement avec les documents annexés dans le dossier de la société destinataire immédiatement après leur envoi aux destinataires. »

Quatre années après le dépôt du rapport Jenkins le Parlement britannique adopte en août 1967 un nouveau Companies Act d'où est *absente* toute disposition sur les O.P.C. En un sens il rejoint le vœu exprimé au même moment par le premier ministre : « C'est la tâche de la Cité... de promouvoir des règles fondamentales impératives et claires (*formal and clean ground rules*) et de veiller à leur respect sans équivoque » (31).

### B. — Le Code de la Cité.

L'intérêt du Code des professionnels de la Cité de 1968 est naturellement dans l'expérience tirée des régimes précédents. Il est également dans l'adhésion volontaire que les plus importantes banques, compagnies d'assurance, agents de change britanniques et le Stock-Exchange de Londres ont donné à ses dispositions (32).

Le Code clarifie de nombreux points de procédure. Il donne surtout une nouvelle *définition* des offres autorisées. Ainsi, seules sont maintenant admises : 1° les offres complètes visant la totalité du capital de la société destinataire et 2° les offres partielles qui, compte tenu des actions détenues précédemment par l'offreur, donnent à celui-ci en clôture de l'opération plus de 50 % des voix dans la société destinataire (33). Toutes les autres offres sont « indésirables » et un Panel représentatif des adhérents effectue un contrôle permanent des admissions et de la procédure pour les éliminer (34).

### C. — Les problèmes.

La Grande-Bretagne et les trois pays d'outre-mer ont en définitive une *attitude différente* sur au moins trois problèmes.

(31) *Financial Times*, 20-7-67.

(32) Le Code a été préparé et décidé par les organismes suivants : Issving Houses Association, British Insurance Association, Committee of London Clearance Bankers, Association of Investment Trusts, Accepting Houses Committee, National Association of Pension funds, Stock-Exchange auxquels est venue s'ajouter la puissante Confederation of British Industry. Sur l'histoire du Code, cf. n. 15. Texte *in* Annexe 3.

(33) Ou, plutôt, l'offreur qui n'atteint pas ce résultat à la clôture de l'offre ne peut déclarer son offre ferme. Code, parag. 20. Sur le jeu de la condition d'acceptation minimum, cf. II[e] part., chap. 3.

(34) Code, parag. 26.

1° *La place de la réglementation* : Si tous s'entendent sur la nécessité d'une réglementation unique et uniforme des O.P.C., les conceptions sur la place de cette réglementation dans le droit des sociétés divergent. Tandis que l'Australie et, mais à un moindre égard, le groupe constitué par la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud sont les seuls à concevoir que l'O.P.C. est *d'abord* une méthode de « reconstruction », c'est-à-dire de concentration de sociétés par actions, la Grande-Bretagne l'approche traditionnellement sous l'angle de la protection des épargnants. Elle considère d'abord l'invitation à négocier des valeurs mobilières et la surveille à ce titre. Si l'on préfère, tous craignent la prise de contrôle d'une société, mais les trois pays appréhendent l'offre de prise de contrôle derrière l'offre d'acquisition d'actions et la Grande-Bretagne, l'offre d'acquisition d'actions en vue de la prise de contrôle.

2° *L'organisation de la procédure* : Alors que les trois pays entendent mettre l'accent sur la nécessité d'organiser une procédure *rigide* précisée dans ses différentes étapes et son déroulement pour assurer la meilleure protection des actionnaires destinataires, la Grande-Bretagne continue de s'en remettre essentiellement sur ce point aux divers organismes privés ou publics susceptibles d'intervenir.

Du régime « prolongé » du *Board of Trade* de 1960 au « Code de conduite » des institutions financières de la Cité de 1968, c'est une procédure à peu près semblable, à la fois souple et pragmatique qui est en vigueur.

3° *Le principe d'une surveillance des offres* : Dans ce domaine se manifestent les divergences politiques des Autorités à l'égard d'une technique audacieuse.

Entre l'Afrique du Sud, hostile par principe à tout examen ou soumission antérieure à une quelconque autorité, et la Nouvelle-Zélande, imposant un contrôle de l'opportunité aux offres étrangères, c'est peut-être la Grande-Bretagne qui propose ici le régime le plus équilibré. Les offreurs ont une certaine liberté, mais en échange ils doivent soumettre leurs circulaires à un examen de conformité de départ (35).

4. — *Le champ d'application d'une réglementation* : Enfin, l'apport incontestable des Droits d'outre-mer à l'analyse de l'O.P.C. réside dans le *soin* apporté à donner une *définition* exhaustive et précise des

(35) Cet examen est effectué par un « Panel » de professionnels ou du *Board of Trade* selon le cas. On remarquera que les offres étrangères seront soumises cependant à un examen préalable d'opportunité, mais dans le cadre général des dispositions sur le contrôle des changes (Exchange Control Act, 1947). L'examen sera alors effectué par la Banque d'Angleterre avant la transmission au *Panel* ou au *Board*. Cf. III[e] part., chap. 6.

offres susceptibles d'être soumises à une réglementation impérative dans l'intérêt des participants et de la collectivité.

La distinction du « *Projet* » de prise de contrôle et de l'« *Offre* » elle-même permet à l'Australie comme à la Nouvelle-Zélande de surveiller de la façon la plus large non seulement les offres dont l'objectif officiel est une prise de contrôle d'une société, mais également et surtout, celles qui, quoique ne visant qu'un faible pourcentage des titres de cette société, n'en *aboutissent* pas moins, compte tenu des actions déjà détenues par l'offreur à un résultat identique. L'appréciation australienne du danger (ou de l'efficacité si l'on préfère) d'un contrôle sur un tiers (1/3) des voix d'une société permet de considérer la réglementation de ce pays comme la plus intéressante et la plus réaliste.

Les conceptions britanniques sur ce point sont plus imprécises car elles procèdent différemment, on l'a vu, puisque les règles les plus récentes ne régissent que les opérations débouchant sur 50 % du capital visé, les autres offres restant dans le vague quoique dans certains cas interdites (36). Dans l'analyse de la procédure d'offre qui va suivre, il conviendra dès lors de conserver à l'esprit qu'en pratique il existe actuellement une superposition de règles et de procédures que seule l'influence permanente du *Board of Trade* permet de réconcilier.

(36) Dans la procédure de la Cité, applicable uniquement aux sociétés cotées.

## DEUXIEME PARTIE

# LA PROCÉDURE

# INTRODUCTION

Les potentialités de l'O.P.C., qui permettent autant la proposition agréée de fusion que la tentative de prise de contrôle combattue, s'expriment naturellement dans sa mise en œuvre. Ainsi, la pratique des offres a-t-elle vite fait apparaître que des risques pouvaient naître, nocifs aux actionnaires sinon à long terme à la société par actions elle-même, du fait essentiellement de l'absence de sérieux sinon de scrupules de l'offreur auquel s'affronte la société soumise à son offensive.

Ecartelée entre ces deux pôles dont les frontières sont souvent floues dans la pratique, la procédure d'offre reflète tout au long de ses étapes le double souci contradictoire des législateurs, de freiner les abus toujours pressants tout en évitant, selon l'expression de la Commission Jenkins, de « mettre des obstacles sur le chemin d'opérations de prise de contrôle honnêtes et justement conduites ».

Un tel dilemme ne suppose pas que toute offre faite par surprise est nécessairement malhonnête. Le défi fondé sur un conflit latent entre actionnaires et administrateurs de la société destinataire peut être accueilli avec soulagement et aboutir à des résultats heureux pour l'ensemble des participants comme pour la collectivité. Mais ce dilemme révèle la difficulté centrale à laquelle tous, praticiens comme législateurs se heurtent. Tandis qu'incitations et coups de freins se conjuguent sans cesse; sans cesse également de nouveaux problèmes surgissent-ils dont beaucoup sont loin d'avoir reçu une solution satisfaisante : Doit-on obliger tout offreur à avertir les dirigeants de la société destinataire ? Faut-il le contraindre à donner des garanties financières de bonne foi ? Est-il nécessaire, lorsque le bruit d'une offre court à propos d'une société cotée en Bourse, d'arrêter les cotations ? Et de façon plus générale, comment interdire les spéculations qui ne manquent jamais de se multiplier dès avant l'annonce d'une proposition avantageuse que le marché ne pourrait formuler ?

Sur tous ces points, chacune des législations considérées précédemment exprime, à l'intérieur d'un cadre semblable une variété impressionnante de modalités pratiques, de solutions de détail qui donne à chaque régime son intérêt. Mais il naîtra de cette variété des difficultés pour exposer une procédure largement dégagée de son origine boursière auxquelles s'ajouteront, mais sur le plan du déroulement de l'offre, d'autres tenant à ce qu'il n'existe pas une mais des procédures successives. Pour certains la procédure d'expropriation des minoritaires dissidents de l'article 209 du Companies Act, 1948, ou ses homologues ailleurs, qui complète normalement une offre de fusion, constitue véritablement la procédure centrale de laquelle l'offre proprement dite n'est que le préambule obligé.

Tout en présentant un champ d'études privilégié en Droit comparé, de l'interraction de réglementations similaires entre plusieurs pays réunis par une même tradition, la souplesse et l'invention significatives du pragmatisme britannique, caractérisent ainsi une procédure dont nous aurons à nous souvenir qu'elle n'est jamais unique ou uniforme, jamais définitive ou exclusive.

C'est la procédure mise au point par le *Board of Trade* en 1960 qui nous servira de cadre, mais l'on verra ainsi combien ses dispositions peuvent être corrigées par l'expérience étrangère, complétées par celles de la Loi fondamentale sur les sociétés ou des autres régimes en vigueur et notamment de ceux de la Cité et du Stock-Exchange de Londres.

De fait, une O.P.C. ressemble rarement à une autre O.P.C. Les questions soulevées ici seront résolues ailleurs. Les critiques les plus sévères s'élevèrent, lors de la tentative de prise de contrôle de la Courtaulds Ltd par les puissantes Imperial Chemical Industries en 1962, à l'endroit du Gouvernement Conservateur de l'époque pour n'avoir pas voulu intervenir et moraliser une opération dont l'objectif avoué était la constitution du plus formidable monopole que la Grande-Bretagne de l'après-guerre eût pu connaître. En décrivant cette offre célèbre qui devait conduire, avec le Gouvernement Travailliste suivant, à un durcissement des autorités, nous aurons une idée de l'ampleur des problèmes soulevés par la mise en œuvre d'une O.P.C. dans le droit contemporain des sociétés.

La présentation de la procédure d'offre dans l'optique de l'offreur amènera à considérer successivement:

TITRE PREMIER : *L'Offre,*

TITRE DEUXIÈME : *La procédure complémentaire d'expropriation des minoritaires dissidents,*

TITRE TROISIÈME :*L'Affaire Courtaulds.*

## TITRE PREMIER

# L'OFFRE

L'émission d'une offre suppose résolues chez l'offreur les questions posées par sa mise au point. L'élaboration de la contrepartie, parfois l'information de ses (propres) actionnaires, l'obtention de la liste des destinataires, seront des préalables nécessaires.

Surtout, des précautions auront été prises pour assurer que la proposition aboutira heureusement. Des contacts concluants auront permis d'obtenir une recommandation précieuse des administrateurs de la société destinataire. Inversement, l'analyse des problèmes de lutte permettra de bousculer ceux qu'une recommandation interne de rejet aura pu ébranler. L'appui, enfin, des actionnaires importants garantira sinon le succès du moins qu'une contre-offre ne se présentera ou ne se développera pas.

Hormis la société offrante et les destinataires qui en sont les parties évidentes, plusieurs participants interviendront à l'offre. Un intermédiaire organisera l'envoi des circulaires. Des organismes en vérifieront la présentation. La société destinataire, enfin, interviendra éventuellement pour les transmettre.

C'est donc dans un cadre relativement astreignant que l'offreur s'insèrera, que ce soit pour :

CHAPITRE 1er : *L'émission,* et notamment

CHAPITRE 2 : *La diffusion,* ou

CHAPITRE 3 : *L'acceptation* de l'offre.

## CHAPITRE PREMIER

# *L'EMISSION*

Il ne figure nulle part (1) qu'une O.P.C. doive être précédée de l'annonce publique que l'offreur a l'intention de prendre le contrôle de la société destinataire. Bien plus, « l'importance vitale du secret le plus absolu avant l'annonce d'une offre doit être soulignée » (2). La nécessité d'un avis préliminaire informant la société comme le Public apparaît cependant comme l'un des préalables essentiels de l'émission d'une offre.

Dans la plupart des cas, l'annonce d'une offre, portant sur une société cotée en Bourse, est précédée d'une *hausse* soudaine du cours des titres visés. Le fait avertit la société et la Presse financière attribue normalement une telle hausse, autrement inexplicable, à la possibilité qu'une offre soit sur le point d'être effectuée en des termes favorables. Dans un certain nombre de cas la supposition qu'il y a eu des fuites peut amener le Conseil du Stock-Exchange de Londres à enquêter (3). Il ne fait cependant pas de doute que des achats en

(1) La procédure d'offre résulte des textes suivants : Grande-Bretagne : B.T.R., Rules et 1 An., Part. 11. — C.L.C., Rec. 294. — Nouvelle-Zélande : N.Z. Amendm. C.A. 1963, Part. 1 et 1 An., Part. A et B. — Afrique du Sud : Feder. Chartered Accountants, Rec. 353 et 1 An., Part. A et C. — Australie : Sect. 184 et 10e An., Part. A. A ces dispositions il faut ajouter en Nouvelle-Zélande, les *Take-Overs (Overseas) Regulations* et pour des opérations portant sur des titres cotés, le Mémorandum de 1966 des Stocks-Exchanges britanniques et les *Stock-Exchange Requirements* de Johannesburg (S.A.), 1959.

Les références trop nombreuses seront limitées : 1° au *Board of Trade (Licensed Dealers) Rules* (B.T.R.) lorsque le point figure partout ; 2° au régime précis où il figure seul, auquel cas le fait sera précisé ; 3° à deux ou plusieurs lorsqu'il se présente des variantes intéressantes.

(2) City Code, parag. 7.

(3) C.L.C. Min., p. 1532. De fait, le conseil ne publie pas les enquêtes « d'atmosphère » par crainte de diffamation et parce qu'elles sont purement officieuses,

sous-main précédent une bataille tout comme ils annoncent une spéculation confidentielle lors d'une offre résultant d'accords de fusion. Que les personnes ayant mis à profit cette nouvelle soient l'offreur, des « *insiders* » (selon une expression parlante) de la société destinataire, ou simplement des employés de l'une ou l'autre société, le fait est regrettable car dans tous les cas les actionnaires seront lésés qui auront cédé des titres sans être informés ou informés tardivement d'une offre prochaine favorable.

L'idéal serait alors d'exiger que l'annonce de *l'intention* d'offrir soit faite parfois dès que le conseil d'administration de la société destinataire entend parler d'une offre, en tout cas dès que des négociations sérieuses sont entamées.

Certains régimes l'imposent (4), mais les organismes financiers de la Cité préfèrent attendre, même si les signes d'un marché spéculatif apparaissent, que l'offreur ait d'abord approché la société destinataire et qu'il semble certain qu'une offre sérieuse est prochaine (5).

De fait il apparaît essentiel que les actionnaires de la société destinataire « reçoivent les détails de l'offre le plus tôt possible en réduisant au strict minimum la période durant laquelle une personne pourra user de renseignements secrets (*advance information*) l'assurant d'avantages sur une autre » (6). A l'argument qu'une telle annonce pourrait à son tour amener une hausse qui se révèlerait injustifiée si les négociations échouent ou si l'offre n'est qu'un bruit sans fondement, on ne peut que répondre que les personnes qui achètent des titres pendant cette période le font comme des spéculateurs « aux yeux ouverts » tandis que les actionnaires qui cèdent à des personnes qui abusent de leurs informations sont le plus souvent « d'innocents sacrifiés à des négociants illégitimes » (7).

Reste donc que l'émission d'une offre est en général précédée de *négociations* préalables avec les administrateurs de la société destinataire (offre d'accord) ou à tout le moins de contacts (offre par surprise) lesquels, même s'ils se révèleront inutiles face à une opposition de principe, auront été pris dans la plupart des cas pour établir ce fait avec certitude. *L'offre* (section 2) est donc suivie ou accompagnée d'une *déclaration en réponse* favorable ou non (section 3), de la société

mais les remarque en sont naturellement communiquées aux intéressés. Quoique des enquêtes aient pu freiner certains abus, le Conseil n'en est pas très partisan et ne le fait que dans des cas extrêmes.

(4) Johann. SE, Req. pour les offres « par ou visant une société cotée ou une filiale », l'annonce se fait dans la Presse.

(5) Cit., Code, parag. 3.

(6) S.A. Feder, Rec., 352.

(7) Weinberg, cit., 1804. En réalité une offre de ce style violerait clairement, en Grande-Bretagne, les interdictions de l'art. 13 du Frauds Act ; les poursuites sous ce chef ont été rares.

destinataire. Au préalable l'offreur aura notifié la société destinataire de *l'imminence* de sa proposition (section 1).

## Section 1

## LA NOTIFICATION PREALABLE A LA SOCIETE DESTINATAIRE

Tous les pays connaissant les O.P.C. s'accordent pour imposer à l'offreur de garder le secret le plus longtemps possible mais peu de temps avant qu'il adresse sa proposition aux actionnaires, d'informer la société destinataire de l'imminence de l'offre et lui en communiquer les termes définitifs. Le *contenu* de cette notification (A) s'explique par son *rôle* (B) dans la procédure.

### A. — Le contenu de la notification.

Si les Anglais se contentent de la communication des termes de l'acquisition, les autres nations sont plus loin. L'Australie et la Nouvelle-Zélande, distinguent entre l'avis (*notice*) de l'offre elle-même détaillée et une déclaration (*statement*) contenant l'ensemble des renseignements qui seront fournis dans chaque circulaire (8).

La mention de la date choisie pour l'envoi de l'offre aux destinataires n'est pas imposée, mais outre qu'elle figurera invariablement dans une offre matérialisant des accords de fusion, la société destinataire la connaîtra plus ou moins précisément dans la mesure où l'avis doit être adressé au minimum entre trois (Grande-Bretagne) ou quatorze (Australie, Nouvelle-Zélande) jours avant l'envoi des circulaires (9).

### B. — Les motifs de la notification.

Ce délai doit normalement donner aux administrateurs de la société destinataire le temps de préparer leur réponse aussi bien que de préparer leur défense éventuelle s'ils s'opposent à l'opération.

En réalité le but recherché par cette notification préalable est plus ample que la simple préparation d'une réponse.

(8) A : Sect. 284 (2) (*a*). — N.Z. : Amend. C.A. (4) (1).

(9) B.T.R. 1 (*d*) (*ii*) précise *clear business days*. L'Afrique du Sud ne prévoit pas de délai car la règle est ici que l'offreur doit adresser sa proposition par le canal de la société destinataire (cf. chap. 2).

La communication peut permettre à la société destinataire de compléter l'information de l'offreur lorsque certains points préparés de l'extérieur doivent être corrigés (10). Surtout, des raisons élémentaires de courtoisie en font un préalable obligé. Il est essentiel que les administrateurs d'une société dont l'avenir est désormais en jeu soient informés des intentions de l'offreur préalablement à toute initiative de sa part auprès de « leurs » actionnaires. Il est encore dans nos coutumes de ne pas entamer une guerre sans la bienséance d'une déclaration d'ouverture des hostilités. Le contraire que l'on tolérerait, dans une offre « par surprise », serait une porte ouverte à l'anarchie et aux excès qui, instaurant une atmosphère générale de suspicion, rejaillirait finalement sur toute tentative de concentration même amiable et volontaire.

La nouvelle va, dans une certaine mesure et notamment si elle constitue une surprise, mettre l'offreur dans une position relative d'infériorité dans la mesure où il dévoile ainsi ses arguments. Le rôle que peut alors jouer le conseil d'administration de la société destinataire auprès de ses actionnaires est alors capital. Mais il dépendra en définitive, moins de l'influence que les dirigeants peuvent avoir sur eux que du passé des relations sociales et du climat régnant dans la société. On remarquera que la communication n'est faite qu'à titre informatif sans que les administrateurs puissent s'opposer à l'envoi des circulaires ou suspendre cet envoi à leur réponse (11).

Leur seule initiative sera de commenter l'opportunité de l'offre dans une déclaration en réponse. Auparavant, l'offreur aura adressé ses propositions à l'ensemble des actionnaires dont il désire acquérir les titres.

## Section 2

## L'OFFRE

Le document qui sera adressé aux actionnaires comporte quatre sortes de clauses qui doivent, selon les Règles du *Board of Trade* en

(10) Quoique, en pratique, la société destinataire soit rarement prise au dépourvu, le délai britannique apparaît nettement trop court. (C.L.C. Min., p. 801.) Les renseignements de l'offreur ne concernent pas toujours « l'intimité » de la société destinataire et doivent pouvoir être complétés ou corrigés par elle. La communication préalable est dans tous les cas le seul moyen de garantir l'information à peu près correcte et complète des actionnaires à tout le moins pour « corriger » dans une offre disputée les arguments de l'offreur.

(11) Sauf en Afrique du Sud où l'on prévoit que les administrateurs peuvent lier leur envoi à l'obtention de garanties financières. S.A. Fed. Rec., 353 (v). On notera que là, c'est la société destinataire qui transmet dans tous les cas l'offre à ses actionnaires.

Grande-Bretagne, apparaître « clairement » : les *termes* de l'offre (A), les *conditions* (B), le *délai d'offre* (C). Ces clauses sont accompagnées d'*avertissements* (D) dont l'esprit marque le souci des autorités : freiner les abus tout en évitant de « placer des obstacles sur le chemin d'offres honnêtes et justement conduites ».

### A. — Les termes de l'offre.

Toute O.P.C. devra indiquer successivement :

1° *Les termes d'acquisition de leurs titres* : Ces termes seront proposés aux actionnaires destinataires soit pour l'achat (offre à contrepartie en numéraire), soit pour l'échange (offre à contrepartie en titres de la société offreuse, d'une société financière, ou mixte) selon la forme choisie en liaison ou non avec la société destinataire. Il conviendra d'indiquer la monnaie utilisée et surtout le détail des dividendes ou droits qui seront particulièrement inclus ou exclus de l'offre (12).

2° *La méthode et la date de règlement* : La contrepartie sera versée pendant un certain délai et les sommes ou les titres normalement expédiés à chaque actionnaire. Des garanties peuvent être exigées que l'offreur « sera en mesure de remplir ses engagements si l'offre est complètement acceptée par tous les destinataires » (13), c'est-à-dire, et nous avons souligné l'importance de la mesure, que des assurances devront être données aux actionnaires sur l'existence des fonds nécessaires pour le paiement avant qu'ils ne s'engagent.

3° *Le bénéfice aux acceptants antérieurs de termes rehaussés* : Il existe un danger pour les actionnaires du fait que leur acceptation est ferme alors que l'offre est le plus souvent conditionnelle. L'actionnaire est lié alors que l'offreur peut, nous le verrons, se libérer aisément par une déclaration d'abandon à la lecture des résultats. Cette paralysie conventionnelle peut entraîner des abus. Ainsi une offre effectuée par une société A est immédiatement acceptée par un certain nombre de destinataires, mais peu après une société B fait une contre-offre en des termes plus favorables. Théoriquement, A, ayant déclaré son offre inconditionnelle pourrait céder à B les actions acquises et empocher la différence. Une défense pourrait consister à inciter les actionnaires à retarder leur acceptation jusqu'à la dernière minute, mais devant les inconvénients d'une telle tactique pour le déroulement harmonieux des opérations, la Commission Jenkins suggère plus heureusement que si, pour une raison ou pour une autre,

(12) Notamment, Johannesburg, S.E. Req. (5).
(13) B.T.R., 1 An., Part. 2. 2 (3) et (4).

un offreur varie des termes de sa proposition en accroissant la contrepartie, un acceptant de la proposition initiale doit être fondé à recevoir un prix plus favorable (14).

L'un des caractères les plus classiques mais en même temps les plus originaux de la procédure réside dans le fait que l'offre est faite normalement sous condition suspensive.

### B. — Les conditions.

Leur jeu constitue la « mécanique » de l'offre (15). L'O.P.C. est le plus souvent soumise à la condition de l'acceptation avant une date déterminée par les détenteurs d'un *pourcentage minimum* précisé des actions visées par l'offreur. A défaut de réception d'un nombre suffisant d'acceptations à cette date, l'offreur peut retirer sa proposition et, ne s'étant pas engagé, se bornera à restituer leurs titres aux actionnaires ayant accepté (16).

Par contre, si suffisamment de titres lui sont remis, l'offreur, constatant l'accomplissement de la condition, annoncera à la clôture que son offre est devenue *inconditionnelle* et qu'il accepte définitivement les titres proposés.

Le jeu de la condition suspensive (17) d'approbation minimale dont le chiffre varie selon l'objectif de l'offreur (prise de contrôle ou fusion) pose des problèmes délicats.

Il existe tout d'abord une objection de principe à l'idée d'un engagement ferme pour l'un et conditionnel pour l'autre. Une telle situation peut être à la source d'abus lorsque l'offre est ainsi immédiatement acceptée par certains, et qu'une contre-offre en des termes plus intéressants survient car l'offreur peut déclarer son offre « inconditionnelle » et légalement prendre les actions reçues pour les céder à son tour au nouvel offreur en empochant la différence (18).

Toute solution différente est en réalité arbitraire. Il apparaît délicat d'imposer à l'offreur d'effectuer dans tous les cas une offre ferme alors qu'il n'aboutira peut-être pas à réunir le pourcentage lui conférant le contrôle désiré. Il est certain, qu'inversement, « le chaos suivra

(14) C.L.C., 276.

(15) City Code, « Mechanics », parag. 20-22.

(16) Dans toutes les réglementations, à l'image de B.T.R. 1 An., Part. 2 1 (1).

(17) La condition est apparemment résolutoire pour l'offreur puisqu'on prévoit une « libération » de ses obligations. Elle est en fait suspensive, puisque le contrat résultant de l'acceptation ne sera validé à l'égard de l'offreur qu'à la déclaration d'intention. Cf. chap. 3.

(18) Ce qui fut le cas dans la double O.P.C. visant les titres de la Sofina belge de novembre 1964. Cf. sur cette opération qui introduisit les O.P.C. dans ce pays : G. SCHRANS, « L'offre publique d'achat d'actions au porteur (T.O.B.) », *Revue de la Banque*, 1965, n° 5 et Conclusion.

toute proposition permettant aux actionnaires de retirer librement leur acceptation (19). L'offreur devra naturellement indiquer tant le chiffre choisi comme seuil de validation pour sa proposition que la date de clôture des acceptations qui est celle de la clôture de l'offre.

Dans la mesure où de l'offre résulte un contrat ou l'engagement de l'actionnaire acceptant est ferme tandis que celui de l'offreur reste conditionnel, il est nécessaire qu'une limite soit fixée à la période pendant laquelle l'offreur peut conserver son offre sous cette forme, faute de quoi les acceptants risqueraient d'être liés sans savoir si leurs actions seront prises pendant une durée sinon illimitée du moins déraisonnable. Cette limite est normalement la clôture de l'offre. Mais cette clôture si elle arrête l'admission des acceptations n'a en soi aucune influence sur l'offreur (20) qui ne sera éventuellement lié que lorsque ayant fait ses comptes il *annoncera* soit qu'il n'a reçu qu'un nombre insuffisant de titres (et dans ce cas l'offre est anéantie rétroactivement), soit qu'il a reçu ce qu'il désirait et que son offre devient ferme. Il convient donc d'imposer une date limite à laquelle l'offreur devra déclarer son offre ferme, et permettre aux actionnaires de retirer leurs acceptation si l'offreur ne prend pas position.

Comme on le voit, la condition n'est pas purement potestative, mais sa mise en œuvre ne laisse aux actionnaires qu'une appréciation partielle des circonstances permettant à l'offreur de retirer son offre.

Si l'élaboration des conditions est, d'une manière générale relativement libre, au moins l'une d'entre elles est interdite. L'acquisition des titres ne peut dépendre du consentement exprès ou tacite des destinataires à tout paiement ou avantage particulier consenti à un administrateur de leur société en compensation ou en relation avec sa démission (21).

Finalement l'offreur ne se contentera pas d'exposer les conditions qu'il entend mettre à la réception des acceptations, il devra préciser les dispositions qu'il prendra au cas où l'une ou l'autre de ces conditions ne se réaliserait pas (22).

(19) C.L.C., Rep. 276.

(20) Sinon d'arrêter son obligation, résultant de l'offre, d'accueillir les acceptations. L'offre est toujours stipulée irrévocable pendant la durée indiquée.

(21) B.T.R., 1 An., Part. 2 1 (3). D'autres conditions sont fréquemment incluses comme la remise de titres libres de *all liens, charges and incumbrances*, l'absence de distributions intérimaires de dividendes par la société destinataire, ou d'altérations par elle des droits des titres en jeu. Souvent également, l'offreur fait dépendre son engagement de l'approbation préalable par ses propres actionnaires de l'augmentation de capital nécessaire pour dégager les actions remises en échange.

(22) Soit qu'il prendra les actions remises en nombre même inférieur, soit qu'il restituera tout le monde. En général il se contente de préciser qu'il choisira entre ces deux formules.

### C. — Le délai d'offre.

L'offreur doit naturellement préciser le délai pendant lequel l'offre restera ouverte à l'acceptation.

D'une façon générale, la date à laquelle la circulaire est envoyée, postérieure de quelques jours à la notification de la société destinataire, fixe le point de départ du délai minimum proposé pour l'acceptation. Ce délai varie, selon les régimes, entre 14 jours (Afrique du Sud) et un mois (Australie et Nouvelle-Zélande) (23).

Ce délai, s'il ne doit pas être trop long, ne peut être réduit conventionnellement. Inversement, cependant, la circulaire comporte fréquemment une possibilité expresse de prolongation librement utilisée par l'offreur et qui est destinée à étendre une proposition qui n'a pas reçu un accueil initial propice. Par contre l'absence parallèle d'une limite maximale crée un risque grave pour les actionnaires. Acceptants : parce qu'ils ne sauront pas quand ils pourront exiger la contrepartie promise, ou hésitants, car ils ne sauront pas jusqu'à quelle date leur réflexion quant à l'opportunité d'attendre pour accepter pourra se prolonger sans risque. En pratique un maximum *éventuel* est toujours fixé, mais plusieurs dispositions ont été introduites depuis 1960 pour protéger les destinataires :

Ainsi pour la Commission Jenkins, si l'offreur n'a pas déclaré son offre ferme 35 jours après la date d'émission, tout acceptant devient libre « nonobstant les termes de son acceptation, de la révoquer » (24). Le Code de la Cité est même plus précis puisqu'il impose une heure à partir de laquelle la prolongation étant expirée, l'offreur doit prendre position sous peine de risquer des retraits d'acceptants (25).

Un certain nombre d'avertissements seront enfin donnés aux côtés d'« Instructions aux actionnaires désirant accepter l'offre » clairement et minutieusement détaillées.

### D. — Les avertissements.

Très importants, ils visent essentiellement à freiner, selon le vœu de l'ensemble des autorités, une acceptation trop rapide des destinataires et les inciter à la *réflexion* et à l'analyse.

Ces soucis s'expriment dans *deux avis complémentaires.*

Le premier tend à préciser si les administrateurs de la société destinataire ont été consultés avant l'offre, de façon que les actionnaires

(23) B.T.R., 1 An., 2 Part. : 3 semaines.

(24) C.L.C., Rep. 277.

(25) 15 h 30, le lendemain de la clôture définitive, si à cette heure l'offreur n'a pas pris position. City Code, parag. 24.

sachent ce qu'ils sont en droit d'attendre et de l'offreur et de leurs mandants (26). Aux termes du second il est précisé « d'une façon distincte » l'avertissement suivant : « Si vous éprouvez un doute quelconque à propos de cette offre, consultez votre agent de change, banquier, notaire ou tout autre conseiller professionnel » (27).

Aux côtés de ces avis (28), nombre d'autres plus ou moins importants selon les circonstances tendront à avertir les destinataires : de l'emploi éventuel de la procédure d'expropriation des actionnaires éventuellement dissidents en leur donnant le texte de l'article correspondant; des modalités de réduction au cas d'offre partielle trop largement acceptée ou de restitution au cas d'abandon de l'offre en cours de procédure. Enfin une note précisera si les dépenses encourues dans la préparation et la transmission de l'offre, comme les frais et droits de transfert des titres sont pris en charge par la société offreuse ou non, et informera les actionnaires que les statuts et tous documents comptables de la société offreuse seront tenus à leur disposition pour compléter leur information.

Mais par-dessus tout, l'offreur doit garder à l'esprit qu'il doit fournir à chaque destinataire « toute l'information qui peut être nécessaire pour (lui) permettre, avant de venir à une décision sur ce sujet, de comprendre les termes de l'offre et se former une opinion sur ces mérites ». Cette information de l'actionnaire destinataire est la « raison d'être » de la technique de l'O.P.C. (29). L'actionnaire est convié à une décision qui engage l'avenir de sa société. Son avenir comme actionnaire est en jeu et il doit, selon la formule parfaite de la Commission Bancaire Belge « pouvoir apprécier en toute connaissance de cause l'opportunité de rester associé ou non et d'apercevoir les conséquences de sa décision (30). L'ensemble des ces renseignements dont la fourniture est ainsi imposée à l'offreur parallèlement aux diverses

(26) Johann. S.E. Req. (xiv). Le Code de la Cité (parag. 6) ajoute que des communiqués communs (*joint statements*) sont désirables dans toute la mesure du possible.

(27) B.T.R. 1 (b). La pratique ajoute, comme en Afrique du Sud, une mention en caractères gras : « Ce document est important. » Dans le Mémorandum de 1966 des Stocks-Exchanges britanniques on trouve le complément d'humour tout à fait britannique : « Lorsque la société ou ses conseillers éprouvent un doute quant au processus correct à suivre, il est souhaitable qu'il (S.E.) soit consulté par l'intermédiaire des agents de change de la société ».

(28) Un troisième avertissement signalera à l'actionnaire ce qu'il est en droit d'attendre de l'offreur à la clôture de l'opération : déclaration d'inconditionnalité, révocation de l'acceptation, etc. City Code, parag. 25. De plus, l'offreur indiquera l'attitude qu'il compte prendre à l'égard des actionnaires qui ne seraient mentionnés sur les registres de la société destinataire qu'après la *record date* où il a pris acte des actionnaires existants.

(30) *Comm. Banc.*, cit.

instructions et modalités précédentes constitue, plus que tout, un ensemble complet de *garanties* de l'honnêteté et de la valeur de l'offre en faveur des destinataires dont nous verrons l'importance en son temps.

Après les envois, il restera à la société offrante d'informer la société destinataire de ce fait de façon que cette dernière précise son attitude de manière officielle si elle n'a pas déjà pris les devants.

## Section 3

## LA DECLARATION EN REPONSE DE LA SOCIETE DESTINATAIRE

L'accord préalable de la société destinataire apparaît évidemment comme souhaitable sinon essentiel pour assurer le succès de l'offre adressée à ses actionnaires (31). Alors qu'il n'existe en Grande-Bretagne aucune obligation imposant aux administrateurs de commenter la proposition, mais la simple *faculté* d'une « *Recommandation* d'acceptation lorsque les négociations ont abouti à un accord », la *déclaration en réponse* (*statement in reply*) des autres pays, obligatoirement transmise avec certains renseignements (B) pose plus justement le problème du *devoir de réponse* des administrateurs (A).

### A. — Le devoir de réponse des administrateurs.

On peut considérer qu'il existe un devoir de réponse des administrateurs à une offre générale d'acquisition des titres de leur société. Les actionnaires destinataires sont en droit d'attendre d'eux des explications sur cet événement, de même que des compléments et corrections sur les renseignements ou arguments exposés. Une telle réponse constitue même la seule garantie des actionnaires, nous le verrons en abordant cet aspect des choses, d'une information objective sur les motifs et conséquences de l'offre.

Pour l'offreur le problème réside naturellement dans le fait que le commentaire des dirigeants va normalement décider du sort de

(31) Gower, cit., 490, estime que sans recommandation de leurs administrateurs, l'acceptation des actionnaires est improbable. En réalité, tout dépend du climat dans lequel apparaît l'O.P.C., et l'intérêt de cette technique est justement de permettre aux actionnaires de peser sur leurs administrateurs. A la limite, certains actionnaires accepteront d'autant plus que les administrateurs ont émis une recommandation de rejet. Gower donne d'ailleurs, lui-même, un exemple en ce sens.

l'offre. Si la chose ne présente aucune difficulté lorsque l'offre ne fait que matérialiser des accords préalables de concentration parce qu'une recommandation d'acceptation n'est que l'aboutissement logique de l'approbation des administrateurs, la publication d'une déclaration hostile peut faire échouer le projet. Comme le principe même d'une offre entreprise malgré l'opposition du conseil destinataire n'est pas, nous l'avons vu, contesté (quand cette forme d'offre n'est pas au contraire vivement souhaitée), le législateur se trouve devant un problème délicat sur lequel il ne peut que préciser que :

1° Si, d'une part, la société destinataire doit disposer d'un certain délai pour répondre et faire connaître sa position, l'offreur ne devra, de son côté, subir aucun retard du fait de la négligence des administrateurs ou de leur réticence ou de leur impossibilité d'arrêter une position commune.

2° Si cette société a le droit de répondre de façon indépendante, on ne peut concevoir de subordination de l'envoi des offres à un accord ou même à la réponse des dirigeants sollicités (32).

De toutes les manières, les administrateurs ont le choix entre plusieurs initiatives.

### B. — Les réponses possibles.

Dans le régime le plus complet qui est celui de la Nouvelle-Zélande et de l'Afrique du Sud, la société destinataire qui reçoit un avis l'informant de l'intention de l'offreur d'effectuer prochainement une offre doit :

1° Adresser, si les actions sont cotées en Bourse, au secrétaire de cette Bourse, une copie de cette notification;

2° Adresser « rapidement » une copie semblable à tous ses actionnaires ou « faire tout ce qui est raisonnable pour s'assurer que tous les membres de la société sont informés de la réception de l'avis », et, enfin;

3° Leur adresser également rapidement une déclaration (*statement*) indiquant : soit que les administrateurs recommandent l'acceptation, soit qu'ils recommandent le rejet, soit enfin qu'ils ne désirent pas faire de recommandation ou « qu'ils ne se considèrent pas justifiés » à en faire une. Dans tous les cas la déclaration comporte un ensemble de renseignements déterminés et

(32) Sauf en Afrique du Sud. On doit considérer l'intervention obligatoire de la société destinataire comme la véritable contrepartie à la faveur faite à l'offreur de s'adresser directement aux actionnaires d'en face, et en ce sens la faculté de répondre britannique est peu soutenable.

précis qui comportent autant l'intérêt personnel des administrateurs dans l'opération qu'occasionnellement une « contre » information sur les problèmes et perspectives de la société (33).

Cette déclaration, on doit le noter, est le plus souvent contenue *dans l'offre elle-même*, lorsque celle-ci résulte d'accords préalables. Elle la *suivra*, au contraire, lorsque l'offre sera disputée. Dans ce cas, elle se présentera sous une forme identique ou par voie de Presse ou radiophonique de façon à publiciser à l'extrême la nouvelle d'une « contestation regrettée », qui, dans l'histoire des O.P.C. britanniques, a toujours commencé les grandes batailles.

L'autorité compétente dans la société destinataire pour effectuer cette déclaration est variable. Malgré quelques divergences (34), on peut admettre que seul le conseil d'administration (*Board of directors*) qui, seul et collectivement, possède les pouvoirs d'administration, est fondé à ce faire. Parfois un « *managing director* » ou un « *comittee* » doivent également pouvoir intervenir dans des recommandations d'acceptation (35). Selon les vœux mêmes de la Commission Jenkins, les administrateurs comme les « dirigeants » de la société doivent pouvoir préciser leur attitude lorsque l'offre est disputée (36).

A ce stade, il importe de considérer comment cette offre est matériellement *transmise* aux actionnaires intéressés.

(33) N.Z. et S.A., 2e Ann. 1 (*a*) et (*b*). La société destinataire doit « justifier » sa recommandation de rejet.

(34) On trouve une recommandation « par ou pour le compte » du conseil en Grande-Bretagne, par le « conseil » en Afrique du Sud, par « la société destinataire » en Australie et Nouvelle-Zélande.

(35) L'autorité pour exercer les pouvoirs de la société est déléguée normalement par l'assemblée seulement aux administrateurs (*directors*) en tant que Conseil (*Board*) (GOWER, cit., 118). Un administrateur en tant que tel n'a aucun pouvoir (Shaw and Sons/Salford Ltd v. Shaw/1935/2 KB 113. Le *Board* peut à son tour déléguer certains de ses pouvoirs à un *Managing Director* ou un Comité. Leurs pouvoirs dépendent cependant du jeu de la délicate règle dégagée par les tribunaux en 1856 dans Royal British Bank v. Turquand (GOWER, cit., 141-160). De manière générale, la recommandation doit apparaître comme une résolution du *Board*, mais cela n'est pas certain.

(36) C.L.C., 273. Dans le même ordre d'idées, il ne semble pas que soit réglé le conflit entre deux recommandations en sens inverse. Certaines offres comportent un engagement des administrateurs de ne pas soutenir une contre-offre. WEINBERG, cit., 1924.

## CHAPITRE 2

# *LA DIFFUSION*

Les actionnaires, normalement informés quelques temps auparavant par leurs mandataires ou par la Presse de l'imminence de l'offre, vont en définitive recevoir un certain nombre de documents. Eventuellement une ou des lettres complémentaires ou postérieures les avertiront d'un rehaussement ou de modifications intervenues entre-temps en cours de procédure, par exemple face à une contre-offre d'un concurrent, plus souvent du fait de l'opposition de la société qui fait apparaître l'avenir sous un jour moins sombre qu'elle ne l'avait jusque-là fait croire (1). De plus, documents publicitaires et rapports d'experts financiers et commerciaux viendront soutenir, compléter, contester ou informer la proposition ainsi faite.

Ces documents, qui se retrouvent dans toutes les O.P.C. avec les seules variations que l'achat ou l'échange sollicité peuvent imposer, seront néanmoins *transmis* aux actionnaires d'une manière très différente selon le *degré de participation* de la société destinataire et l'*atmosphère* dans laquelle l'opération se déroule. Tandis que la diffusion se fera normalement par la voie interne lorsque, l'offre étant agréée, l'offreur requiert la société destinataire de transmettre elle-même l'offre à ses actionnaires, cet offreur devra s'inquiéter lui-même des modalités de la transmission si des difficultés sont présumées.

Une manière d'atténuer l'effet provocateur et traumatisant d'un défi publiquement jeté à la société destinataire dans une offre disputée pourrait consister, à l'image de la procédure sud-africaine, à imposer dans tous les cas à l'offreur, non seulement de prévenir cette société de ses intentions quelque temps à l'avance, mais de

(1) Un bon exemple d'un tel revirement dans l'affaire Courtaulds, chap. 7.

passer *par le canal* de son *Board* pour effectuer ses propositions. Outre la satisfaction morale que l'on en retirerait, ce processus assurerait surtout la cohérence nécessaire de présentation que l'on ne peut que rechercher si l'on veut que les actionnaires puissent apprécier lucidement les mérites de l'offre.

Une fois que l'on s'est prononcé sur une pratique (section 1) qui présente inversement le désavantage de placer l'offreur dans une certaine dépendance de la société destinataire, on notera que, la diffusion étant simultanée ou successive, aucune disposition nulle part ne précise quels peuvent être *les supports* de cette diffusion. Si l'on peut considérer que les législateurs, dans l'esprit du Frauds Act britannique (2) ont contemplé la transmission postale de documents écrits : les « *circulaires* » d'offre, à une majorité de destinataires nominatifs (section 2), il est non moins certain que nombre d'offres parmi les plus importantes et les plus spectaculaires ont fait apparaître les problèmes délicats que l'utilisation des supports *contemporains* de communication peuvent faire naître (section 3). La diffusion d'une offre et surtout des commentaires et de la « propagande » qui l'accompagnent immanquablement dans la Presse ou sur les postes radiophoniques commerciaux, s'avère d'autant plus efficace pour les offreurs qu'elle est mal réglementée actuellement.

## Section 1

## LA TRANSMISSION PAR LA SOCIETE DESTINATAIRE

Il y a un triple avantage à ce que l'offreur sollicite le conseil d'administration de la société destinataire de transmettre à ses actionnaires l'offre d'acquisition de leurs titres.

Sur un plan psychologique tout d'abord. Ces derniers accepteront plus volontiers de parapher des accords de concentration si ce projet leur est présenté dans un cadre familier et émane des personnes qu'ils connaissent au moins pour les avoir choisies comme administrateurs. D'autre part, l'offre s'insérant ainsi dans le système des communications sociales internes, l'offreur bénéficie de ce qu'il est convenu d'appeler la « machinerie » de la société, sans avoir à se préoccuper d'établir la liste des actionnaires qu'il entend toucher ni d'avoir à organiser la réception des titres qui sera faite au siège de la société

(2) Cf. I^re^ partie, chap. 6.

pour son compte. Enfin, et corollaire important, cette méthode permet au moins le partage des coûts de l'opération.

Toute règle qui viserait à *imposer* ce mode de transmission (B) ne manquerait pas, cependant, de soulever certains *problèmes* (C) à commencer par celui de la transmission des *offres disputées* (A).

### A. — La transmission des offres disputées.

S'il semble qu'une grande partie des offres amiables est ainsi transmise par la société destinataire elle-même, la déclaration en réponse étant ainsi *incluse* dans l'offre, la question se pose en des termes tout différents pour une offre effectuée par surprise sans l'accord des dirigeants de cette société. On conçoit difficilement qu'une société accepte ainsi d'être l'assistant volontaire de sa propre mort. Quoique peu se soient attachés au problème, certains auteurs estiment néanmoins que « même si les administrateurs décident de recommander le rejet d'une offre il devrait être obligatoire pour eux de transmettre le projet à leurs actionnaires si l'offreur en fait la demande » (3). Dans ce cas, est-il précisé : 1° Les frais de la transmission seront à la charge de l'offreur et 2° La société destinataire ne pourra refuser, sauf si elle a des raisons valables, d'estimer que l'offreur n'a pas les moyens d'accomplir ses obligations (4).

Il existe au moins un pays où un régime de transmission obligatoire a été proposé.

### B. — La transmission obligatoire en Afrique du Sud.

Si le projet proposé par la Fédération des Experts-comptables pour la réforme du Companies Act sud-africain de 1926 est adopté, l'offreur devra d'une façon générale « adresser toutes ses communications aux actionnaires d'une société destinataire par l'intermédiaire du *Board* de cette société ».

On peut se demander si cette obligation (5), qui s'étend aux modifications et à tout document postérieur à l'offre, et qui semble surtout protectrice des intérêts de la société destinataire ne transforme pas le statut des administrateurs de la société transmettrice vis-à-vis de leurs actionnaires, dans la mesure où ils deviendraient de ce fait mandataires (agents) de l'offreur. En réalité, dans cette activité les administrateurs apparaissent plutôt, selon l'expression de L. C. B. Gower comme « un

(3) WEINBERG, cit., 1921. Lord CHORLEY, cit., *id.*, est du même avis.

(4) Une demande spéciale d'exemption auprès du *Board of Trade* est nécessaire.

(5) Fed., Rep. 352.

moyen commode (*a convenient channel*) de communication entre l'offreur et les actionnaires » plutôt que comme des mandataires, même exceptionnels du premier (6). De toutes les façons il conviendrait, même dans ce cas, de leur donner une possibilité de refuser si les projets de l'offreur leur apparaissent néfastes car ces administrateurs se trouveraient, en acceptant, placés devant une violation de leur devoir de bonne foi (7).

En réalité, dans la plupart des offres disputées, l'offreur qui bénéficiera de cette disposition n'estimera pas utile d'entamer une procédure coercitive et préférera plus simplement passer par-dessus le *Board* pour envoyer directement son offre aux destinataires. Dans un tel cas, seule la recommandation de rejet qui ne manquera pas de suivre sera adressée par le *Board*.

### C. — Les problèmes soulevés par une transmission interne.

Dans cette obligation, les objectifs visés par le législateur et l'offreur ne sont pas identiques. Pour le législateur, et c'est la position sud-africaine, il importe de faire participer de la manière la plus étroite la société à toute tentative de la transformer, surtout lorsqu'elle ne désire pas cette transformation. Pour l'offreur il s'agit beaucoup plus de bénéficier de la « machinerie » sociale et de lui faire supporter les frais d'envoi des documents par la société en insérant l'offre dans le cadre des communications internes.

C'est ce dernier objectif, présent dans la plupart des transmissions internes, qui se heurte à un obstacle dirimant dans l'état actuel du Droit anglais : l'interdiction, entendue très largement, de toute assistance financière d'une société à l'acquisition de ses propres titres posée par l'article 54 du C. A. 1948.

Cette disposition, comme son homologue française, est essentiellement destinée à assurer une protection des actionnaires contre les efforts de leurs dirigeants pour asseoir leur contrôle par des acquisitions de titres au nom de la société. Le principe en est étendu aux efforts de l'offreur faisant supporter les frais de l'offre d'acquisition par la société destinataire lors d'une opération agréée.

Il semble que la société, sous un nouveau contrôle et même au départ ne pourrait pas décider que les dépenses d'envoi de l'offreur

(6) GOWER, cit., 490, même ce qui est plus étonnant lorsqu'il s'agit d'une offre agréée et qu'une recommandation d'acceptation accompagne l'offre, mais le *Board of Trade* devait admettre devant la Commission Jenkins que la question était « loin d'être claire ». C.L.C., Min., 1576.

(7) Les *fiduciary duties* des administrateurs. Sur leur jeu dans la procédure d'O.P.C., cf. III[e] part., chap. 2. On peut se demander ce que serait la solution au cas de conflit de recommandations ?

seront prises en charge, ni même qu'un prêt sera consenti à l'offreur dans la mesure où dépenses et prêt serviraient en fait à éponger le coût du paiement des titres acquis. En effet, les pouvoirs des administrateurs sont limités aux actes « raisonnablement accessoires » à la poursuite de l'objet social. Même si les dépenses prises en charge étaient approuvées par l'assemblée, il faudrait justifier qu'elles étaient « raisonnablement accessoires à la mise en œuvre des activités (sociales) au bénéfice et pour promouvoir la prospérité de la société » (8). C'est une preuve difficile à apporter quoiqu'en pratique l'interdiction de l'article 54 soit mal respectée (9) ; elle aboutit non à réduire les cas de transmission interne mais, à tout le moins, à obliger l'offreur à prendre les dépenses de transmission à sa charge.

Il reste à déterminer comment l'offre est matériellement remise aux actionnaires et sur ce point il apparaît que les dispositions en vigueur fondées sur l'envoi de circulaires écrites sont sans cesse remises en question par le progrès des techniques modernes de diffusion.

## Section 2

## LA TRANSMISSION CLASSIQUE PAR CIRCULAIRE

Les réglementations en vigueur impliquent sans exception l'« envoi » ou la « dépêche » d'un « document », donc d'un écrit (10). La *transmission* d'une « circulaire » (A) comporte cependant certaines *lacunes* (B).

### A. — La circulaire d'offre.

Envoyé normalement à des actionnaires nominatifs, le document dont il s'agit pourrait s'entendre aussi bien d'un texte imprimé et publié dans des journaux, que d'une feuille du type « prospectus », qu'enfin d'une lettre personnelle adressée à chacun. En effet, les textes parlent indifféremment de « distribution », « circulation » ou

(8) Selon la jurisprudence de Parke v. Daily News Ltd/1962/3WLR 566, p. 586. Cf. également les arrêts cités, III[e] part., chap. 4.

(9) La Commission Jenkins l'estime « une gêne éventuelle pour les personnes honnêtes sans constituer un obstacle sérieux pour ceux sans scrupules ». C.L.C., Rep. 176 et 175 pour des exemples.

(10) B.T.R. 1 (d) (i) et 1 A. P 2. 2, par exemple. Curieusement les autres pays ne parlent pas du contenant. Ce sont les modalités de transmission qui permettent d'induire l'existence d'un document à l'image de la 1[re] Annexe qui partout (10[e] en Australie) précise : « l'offre sera datée et dépêchée (*dispatched*) ... ».

même de « dissémination » et sans qu'il convienne d'attacher trop d'importance à un vocabulaire très vague.

Dans l'esprit du Fraud Act de 1938-59 dont l'article 14 limite les canaux par lesquels « des circulaires contenant des offres de vente ou d'achat de valeurs mobilières... peuvent être distribuées... » et donc contrôle, entre autres, la distribution de circulaires d'O.P.C., il s'agira le plus fréquemment d'une *lettre-circulaire* (11). Cette lettre reproduite par un procédé mécanique permet d'assurer la simultanéité d'une diffusion de termes absolument identiques à un ensemble de destinataires dispersés en respectant ainsi les caractères fondamentaux de l'offre.

La transmission postale d'une lettre-circulaire comporte cependant certaines insuffisances.

### B. — Les lacunes de la circulaire.

La mise en place d'une circulaire suppose que toutes les actions sont *nominatives* et leurs détenteurs connus et inscrits sur les registres de la société destinataire. Si cela est le cas de la plupart des sociétés de Grande-Bretagne et des pays suivant sa tradition juridique où un tel régime est de principe (12), on peut envisager des hypothèses, fréquentes malgré tout, où du fait d'un changement d'adresse, d'une cession non encore enregistrée à la date de communication des listes, certains actionnaires ne peuvent être contactés ou ne peuvent l'être à temps (13).

Par ailleurs, une communication précise dépend essentiellement de la bonne volonté de la société destinataire. Enfin l'actionnaire

(11) C'est en tout cas le terme systématiquement utilisé par la Commission Jenkins. Palmer emploie l'expression *circular letter* pour la lettre explicative qui accompagne normalement le « prospectus » de souscription, proche on le sait de l'offre d'acquisition. PALMER, cit., 149.

(12) Quoique non interdits, les *share warrants to bearer*, certificats d'actions au porteur, sont relativement peu importants. GOWER, cit., 360, leur voit trois inconvénients : 1° La société ne peut pas contacter facilement ses actionnaires et il sera beaucoup plus difficile de maintenir le contrôle des mandats de vote dans ce cas. 2° Si l'actionnaire ne fait pas attention aux avis dans la Presse, il peut perdre des occasions de vote et au cas de vol les conséquences sont plus graves que l'orsque l'action est nominative, représentée par un *share certificate* et, 3° L'administration fiscale (*Revenue*) a pris des mesures pour pallier les pertes de revenu sur les transferts anonymes en imposant plus lourdement les émissions de tels titres (cf. sect. 52 du Finance Act, 1947). Apparemment demandées surtout par des actionnaires « continentaux », les valeurs au porteur sont soumises à une autorisation d'émission depuis l'Exchange Control Act de 1947.

(13) Le registre est ouvert au public (article 113 [1] [2] C.A. 1948) si le droit de copie est interdit (Re Balaghat Gold, etc. and C°/1901/1 Ch. 596), toute personne peut requérir une copie qui doit être envoyée dans les dix jours, mais les sanctions sont peu en rapport avec l'intérêt que peut avoir la société destinataire à retarder cet envoi.

touché peut ne pas prêter une attention suffisante à un envoi postal parmi d'autres et laisser passer les délais impartis.

Même en dehors des cas où les titres sont au porteur et de ceux où la société destinataire est réticente à communiquer le nom des actionnaires connus, la transmission d'une circulaire personnalisée n'est pas toujours efficace. Il peut apparaître intéressant non seulement de compléter son envoi mais également de la remplacer par une autre méthode. Aux côtés de ce support classique qu'est la lettre-circulaire apparaissent de manière croissante des supports contemporains de diffusion, différents et surtout plus riches de possibilités.

## Section 3

## LES SUPPORTS CONTEMPORAINS DE DIFFUSION D'UNE OFFRE

En Grande-Bretagne, si le document contenant l'offre est qualifié « circulaire » au sens des dispositions de l'article 14 du Frauds Act britannique et sa distribution réglementée dans ce cadre par les règles fondamentales du *Board of Trade* de 1960, il est difficile de déterminer ce que recouvre exactement le terme auquel tous se réfèrent et notamment de savoir si l'expression ne permet pas d'autres méthodes de transmission que la lettre personnelle qui en est la représentation classique. Les règles applicables donnent peu de prévisions et les régimes étudiés se montrent discrets sur l'éventail admis des supports de l'offre.

Alors qu'il se révèle particulièrement délicat de préciser ce qu'est une « *circulaire* » en Droit anglais (A), le succès des diffusions par la *Presse* (B) et, progressivement, la *Radio-Télévision* (C) bouleversent les données du problème.

### A. — Le concept de « circulaire ».

Pour poser simplement le problème, il faudrait admettre que si une offre diffusée par des journaux ou les ondes ne pouvait être considérée comme transmise « par circulaire », elle se trouverait ainsi hors de toute réglementation. De fait, savoir ce qu'est une « circulaire » n'est pas chose facile.

La réponse encore simple pour des « prospectus » au sens commun (14), imprimés et exposés de manière anonyme dans certains endroits

(14) Rappelons que le « prospectus » est légalement défini (art. 455 : *Interpretation*, C.A., 1948) comme le document (dont l'usage est strictement régle-

susceptibles d'être fréquentés par des actionnaires, parce que ces documents possèdent les caractères de la lettre-circulaire, l'est beaucoup moins pour les autres supports envisageables, dans la mesure où l'interprétation du seul texte législatif mentionnant ce terme constitue, selon le mot de Palmer « *a draftman's nightmare* » : un cauchemar (15).

En effet, l'article 14 du Frauds Act qui interdit généralement les sollicitations publiques d'actionnaires, ne donne pas la définition objective qui, seule, eût permis d'inclure ou d'exclure certains procédés. Admettant une appréciation subjective de chaque offreur, il est précisé que, sous réserve des autorisations données ailleurs :

> « (1) Aucune personne ne devra :
>
> « (*a*) distribuer ou permettre la distribution de tous docu- « ments qui, *à sa connaissance*, sont des circulaires contenant « (*i*) une quelconque invitation des actes mentionnés... » (C'est-à-dire solliciter de vendre ou d'acheter des titres).

Et si l'on se tourne vers les autorisations données un peu plus loin, un paragraphe (4) dispose de façon sibylline :

> « (4) Des documents ne seront pas présumés ne pas consti- « tuer une circulaire pour la seule raison qu'ils revêtent la « forme... d'un journal ou... d'une quelconque publication pé- « riodique. »

L'effet de ces dispositions ambiguës (16) semble être qu'un offreur ne peut pas refuser de se conformer aux règles élaborées pour l'émission d'une O.P.C. parce qu'il publierait son « invitation » dans un journal à destination anonyme au lieu de la distribuer ou de l'envoyer à personne désignée. En ce sens la Commission Jenkins suggère que l'on traite « expressément l'insertion d'une information publicitaire (*advertisement*) dans un journal comme équivalent à l'émission d'une circulaire » (17). Personne, en définitive, ni en Grande-Bretagne ni

menté) « offrant au public la souscription ou l'achat des actions ou obligations quelconques d'une société ». Sur le prospectus, PALMER, cit., chap. 20.

(15) PALMER, cit., 210. Dans le vocabulaire récent des techniques de l'information le « media » à la fois moyen d'expression et véhicule recouvre un certain nombre de « supports » de même nature : exemple : la Presse est un media, le Monde, un support. Cf. le vocabulaire technique de l'Institut de recherches et études publicitaires (I.R.E.D.), *Entreprise*, 7-4-1966.

(16) PALMER, cit., *id.*, remarque justement que ce qui n'est pas clair est : 1° de savoir si c'est le journal lui-même qui constitue la circulaire ou, 2° si un avis paraissant dans un journal peut être considéré comme « revêtant la forme d'un journal » car l'offre n'est pas « sous la forme d'un journal » mais bien plutôt sous celle d'un avis inclus dans ce journal, en même temps que d'autres nouvelles.

(17) Il semble plus sage comme PALMER, cit., 211, le suggère de « traiter toute annonce ou information paraissant dans un journal ou un périodique comme

ailleurs, ne se préoccupe de déterminer ce qu'est cette circulaire réglementée, mais le Code de la Cité essaie beaucoup plus prudemment de contrôler tous : « documents, *advertisements* » et « *public annoncements* » (18).

Quoiqu'il en soit, même si l'offreur qui publie un encart annonçant une O.P.C. dans un journal doit, dans l'esprit des autorités britanniques, se soumettre aux dispositions impératives de procédure et de contenu prévues initialement pour des lettres, les avantages de la méthode sont, pour lui, certains.

### B. — Les avantages d'une diffusion par voie de presse.

Il n'y a que des avantages à utiliser la Presse comme « media » de diffusion d'une O.P.C. par rapport à la lettre traditionnelle.

L'insertion d'un encart dans un ou des journaux bien choisis permet de toucher l'ensemble des actionnaires que l'offreur désire contacter et qui ne pourraient l'être autrement. Ils peuvent être inconnus, ne détenir que des titres au porteur, être ignorés de leur société qui ne tient pas ses listes à jour.

Moins onéreuse lorsque les destinataires sont très nombreux, la diffusion possède surtout un avantage psychologique qui la fait choisir comme complément d'un envoi de lettres. En effet l'actionnaire — individu — est beaucoup plus réceptif à ce qu'il lit dans la Presse qu'à ce qu'il reçoit dans son courrier. L'insertion qui vient répéter une proposition reçue le sensibilisera. Complétant cette lettre, elle l'informera beaucoup plus rapidement (19) des modifications ou des arguments nouveaux susceptibles d'intervenir au cours de la procédure.

Si l'on ajoute que la diffusion rapide et large d'une offre à un moment donné permet de pallier les risques signalés de spéculation susceptibles de léser certains actionnaires plus ou moins informés, on tient là les raisons de la floraison d'avis et d'informations dont témoigne la lecture de la Presse britannique et du pittoresque des « batailles de communiqués » qui ont fait les beaux jours d'O.P.C. célèbres, et l'on conçoit tout aussi bien l'importance d'une réglementation précise d'un tel mode de diffusion que l'on s'étonne de l'apparente indifférence des autorités à son égard.

si elle était une circulaire régie par l'article 14 » et demander les autorisations lorsqu'elles sont exigées.

(18) City Code, parag. 13 et 19.

(19) Un bon exemple en pratique est encore l'affaire Courtaulds, chap. 7.

L'appréciation, déjà délicate, devient difficile lorsque l'on observe l'accroissement des recours aux procédés radiophoniques ou télévisuels.

### C. — La diffusion par la radio ou la télévision.

Plus que dans le cas précédent, une possibilité existe ici de transmettre une offre sans se conformer aux règles de procédure imposées, et le danger est d'autant plus certain que l'offre porte sur les titres d'une société généralement importante et dans un climat de contestation. La difficulté réside dans le fait que ces problèmes sont neufs et qu'il n'existe à l'heure actuelle aucune disposition permettant d'une manière précise soit, peut-être, d'interdire une offre radiophonique, soit plutôt de surveiller la diffusion des innombrables avis, commentaires et informations que le caractère *propagandiste* de l'offre disputée ne manque jamais d'entraîner (20).

L'attention de la Commission Jenkins en Grande-Bretagne s'est naturellement portée sur les dangers d'un usage libre des chaînes de radio et de télévision commerciales dont la Grande-Bretagne contemporaine est relativement comblée. Les seules règles sont purement privées et élaborées par l'organisme de tutelle de la télévision commerciale, l'*Independent Television Authority* (21). Leur effet est en pratique d'interdire non seulement la diffusion de toute « invitation à souscrire ou à acquérir des valeurs mobilières » (à l'exception d'un certain nombre de titres d'Etat), mais également la diffusion de toute « information contenant une revue quelconque ou un quelconque conseil sur le marché des valeurs ou les perspectives d'investissement ». Les seules références admises visent la parution de prospectus de souscription dans des journaux et doivent se limiter à la fourniture du nom de la société offrant les titres, le montant de l'offre et l'indication des publications où ces informations seront confirmées.

Ces règles pourraient être étendues aux O.P.C. Elles apparaissent une garantie adéquate contre des abus. Elles semblaient cependant insuffisantes à la Commission pour surmonter l'ensemble des pressions diverses qui s'exercent contradictoirement sur les actionnaires, et le fait que la Commission estime utile une intervention du *Board of Trade*

(20) La publicité utilisée à la radio dans l'affaire Saint-Gobain-B.S.N., en janvier 1969, est ainsi un bon exemple pour démontrer jusqu'où on ne devait pas aller.

(21) Sur le rôle de l'I.T.A. dans l'organisation des nombreuses stations d'émission, leur contrôle et l'histoire de la TV commerciale britannique, cf. A. SAMPSON, *Anatomy of Britain*, pp. 653 s.

laisse présager sans aventurer une extension des dispositions de 1960 à plus ou moins brève échéance (21).

***

On voit qu'en définitive la question de la transmission de l'O.P.C. est réglée d'une manière particulièrement souple et discrète. Elle l'est en pratique d'une façon efficace. Elle est en tout cas à l'image de ce pragmatisme britannique méfiant à l'égard des définitions de principe et qui se satisfait plutôt de formuler, selon les événements, un nombre plus ou moins grand, plus ou moins détaillé de solutions de nécessité pratique dont le fonctionnement apparaît à l'épreuve heureux. On aurait pu songer à définir les supports autorisés de l'offre comme les législateurs l'ont fait pour le prospectus de souscription dans l'article 455 du C. A., 1948 (22). L'absence, sans doute, de préoccupations dans ce domaine, tant en Grande-Bretagne que dans les autres pays utilisateurs, suggère que la transmission des offres aux actionnaires destinataires se fait de manière harmonieuse dans le cadre des différentes procédures proposées.

(21) La C.L.C., Rep. 246, suggère que « le *Board of Trade* ait les pouvoirs... d'élaborer toutes règles qui pourraient s'avérer nécessaires pour contrôler les annonces utilisant le canal de ces " media " pour transmettre des invitations à souscrire, acquérir ou céder des valeurs mobilières ».

(22) Qui donne une définition « incluant » un certain nombre de supports et d'une manière très générale « toute invitation offrant au public la souscription ou l'achat... (de titres) d'une société. En droit sud-africain. HENOCHSBERG, *on The Companies Act*, p. 204, n. 10, cite le cas de personnes qui avant les amendements à l'art. 77 (*a*) du C.A., 1926, publiaient l'ensemble des indications nécessaires en précisant en caractères gras : « Ceci n'est pas un prospectus ! »

## CHAPITRE 3

# *L'ACCEPTATION*

Si l'accord préalable des deux groupes contrôleurs entraîne le plus souvent et sans difficultés notables l'approbation des actionnaires destinataires et la cession de leurs titres, il apparaît aussi que dans un certain nombre d'offres, les actionnaires vont néanmoins hésiter avant d'accepter. Même en appréciant les perspectives qui leur sont présentées ou promises, les termes financiers de l'offre peuvent ne pas les satisfaire pleinement. Plus fréquemment ils se refuseront à approuver une proposition fortement combattue par leurs mandataires. Devant ces difficultés, ils préféreront, en tout cas, temporiser.

Une remarque fondamentale est donc que le déroulement de l'offre, sauf lorsque celle-ci ne fait que matérialiser des accords de fusion, reste incertain, et incertain jusqu'au bout. De la sorte et à de rares exceptions près, le jeu contradictoire des pressions exercées et des efforts de l'une et l'autre société est tel qu'il est impossible de connaître le sort de l'opération avant sa conclusion.

Il résulte de cette situation originale que le calendrier du déroulement de l'offre est éminemment variable. Dans les opérations les plus spectaculaires il est cependant marqué de quelques *étapes* importantes (section 1). Dans tous les cas la *clôture* des acceptations est suivie de l'annonce des résultats (section 2). Elle entraîne parfois une *réouverture* spéciale de l'offre (section 3).

## Section 1

## LES ETAPES

Très souvent, lorsque l'offre est particulièrement disputée, la situation se développe si rapidement que l'offreur se voit contraint de soutenir son effort par des achats parallèles de titres sur le marché ou directement auprès de certains actionnaires. Dans certains cas, notamment lorsque l'offre a été éventée avant son annonce, la valeur de l'action visée grimpe à un tel niveau que l'offreur n'a même pas le temps de lancer une offre en forme.

Dans tous les cas, une large spéculation affecte d'une manière dangereuse la décision que sont amenés à prendre les actionnaires destinataires. Cette spéculation conduit souvent l'offreur à envisager, avant la clôture, une *révision* de sa proposition, ou un tiers à lancer une *contre-offre*. A sa clôture l'offreur peut enfin envisager une *prolongation*.

Qu'elle soit le fait de la société offrante ou de la société destinataire, il est évident que cette spéculation fait varier, et parfois dans des conditions énormes, la valeur des titres demandés. Lorsque l'offre est combattue, le prix ou la contrepartie proposée sont d'ailleurs immédiatement critiqués par les dirigeants de la société destinataire. Ceux-ci « révèlent » au public et à leurs actionnaires que la valeur réelle de leur titre est « très supérieure » aux estimations pratiquées (1). Si la différence entre le prix proposé et la valeur qui s'établit sur le marché s'avère importante, elle devient proprement anormale. La conséquence pour l'offreur est simple.

Ou bien l'offreur révise sa proposition, ou bien les actionnaires décident de rester dans leur société ou cèdent leurs titres sur le marché, ou, enfin, un tiers intervient avec une contre-offre plus avantageuse qui lui retire toute chance de réussir.

La révision d'une offre comme l'intervention d'une contre-offre à un prix supérieur sont des étapes courantes dans les O.P.C. britanniques (2).

(1) On notera que cette révélation, qui contredit en général les communiqués précédents de la société à ses actionnaires peut tout aussi bien se retourner contre les dirigeants si la disparité est trop grande et que les actionnaires en viennent à s'interroger sur la loyauté de leurs mandataires. C'est l'un des enseignements de cette technique.

(2) Exemples : Pour des révisions, l'offre I.C.I./Courtaulds, cf. chap. 7. Pour des contre-offres, la bataille American Tobacco/Philipp Moris pour le contrôle de Gallaher en 1968. On notera que ces « accidents » peuvent aussi bien intervenir dans une offre agréée. Ils y interviennent d'ailleurs souvent.

Quoiqu'il en soit, l'offre disputée se déroule inévitablement dans un climat d'attente et de coups de théâtre et ce climat dans lequel se déroulent ainsi les opérations d'acceptation, demeure à ce jour l'une des données les plus mal connues de toute la procédure. Un point est cependant certain. Si la spéculation qui précède toute offre, qu'elle soit agréée ou combattue, reste mal contrôlable, il apparaît essentiel cependant d'exiger de l'offreur la plus parfaite *honnêteté* et précision envers les actionnaires. Il semble fondamental pour le renom et la bonne marche des O.P.C. que des conditions spéciales ne soient pas, à un moment ou à un autre, faites qui ne seraient pas offertes à l'ensemble des actionnaires de statut semblable.

Mais les solutions sur ce point ne sont que des ébauches. Ainsi la Fédération des Stock-Exchanges britanniques insiste-t-elle sur le fait que tout offreur « qui a annoncé son intention (de lancer une offre) et qui, par la suite, acquiert le contrôle effectif par des achats sur le marché ou autrement, doit sans délai réviser son offre lorsqu'elle existe ou faire une offre en forme à tous les actionnaires extérieurs (*uncommitted*) à un prix honnête (*fair price*), compte tenu des prix payés sur le marché » (3). D'une manière générale les achats parallèles ne peuvent être isolés de l'offre et les autorités de tutelle attachent une grande importance à la surveillance des cessions particulières de titres de la société destinataire qui interviennent sur le marché pendant la période d'acceptation d'une offre (4). Il s'agit de sanctionner fermement toute attitude frauduleuse au détriment de la masse des actionnaires (5).

Cette période de l'acceptation voit ainsi s'opposer un certain nombre de pressions contradictoires, subtiles, dosées ou au contraire vio-

(3) Mem. 15. Ce fut d'ailleurs tout le problème posé par la tentative d'O.P.A. sur C. Paz et Visseaux de juillet 1966. Cf. Conclusion. On notera qu'il se pose essentiellement dans l'hypothèse que nous considérons, d'une société destinataire cotée en Bourse.

(4) Les dispositions du Code de la Cité sur ce point doivent être indiquées (parag. 29) : ... Toutes les parties à une opération de prise de contrôle ou de fusion et leurs associés (*associates*) sont libres d'entrer dans toutes négociations qu'ils drsirent sous réserve d'informer quotidiennement le Stock-Exchange et la Presse, au plus tard à midi le jour ouvrable suivant la transaction, de toute acquisition ou cession d'actions de la société destinataire ou de la société offrante, par elles-mêmes ou leurs associés respectifs, que ce soit sur le marché ou ailleurs, avec l'indication du prix moyen de cession. » Et (parag. 31) : « Si la société offrante, seule ou en association avec d'autres, achète des actions (de la société destinataire) sur le marché ou ailleurs au cours de la période d'ouverture de l'offre, elle doit offrir le prix le plus élevé à tous les acceptants... » Texte complet, cf. Annexe 3.

(5) Mem., *id., in fine,* conclut : « Il existe de nombreux cas où de tels achats et ventes en liaison avec l'offre publique déclarée sont parfaitement justifiés (*proper*) mais il y a également de nombreux cas où ils ne le sont pas. Vendeurs et acheteurs ne doivent pas user du Marché comme un manteau pour agir sous couverture d'une manière inconciliable avec leurs déclarations publiques. »

lentes et passionnées et dans lesquelles les ressources des uns et des autres sont mises à l'épreuve. Quant aux modalités de l'acceptation proprement dites, elles sont simples. Les actionnaires décidant d'accepter rempliront la formule d'acceptation transmise avec l'offre, celle de transfert de leurs titres et retourneront le tout à l'offreur ou son mandataire en y joignant les certificats correspondants aux titres ainsi cédés.

L'offreur n'accusera pas réception des titres et acceptations, surtout quand l'offre met en jeu un nombre important de destinataires, mais les actionnaires savent qu'ils ne pourront recevoir la contrepartie promise que lorsque l'offreur, ayant décidé, normalement au vu des résultats, qu'il est satisfait, déclarera son offre « inconditionnelle » et pourra alors la leur envoyer dans les délais et de la manière indiquée dans le document contenant l'offre.

L'arrivée de la date choisie par l'offreur pour clore son offre (sans ou après prolongation), entraîne évidemment la cessation de la réception des acceptations. Elle doit permettre à l'offreur de compter le nombre d'actions cédées, c'est-à-dire déterminer le succès ou l'échec de l'opération. De fait il n'en est pas toujours ainsi.

## Section 2

## LA CLOTURE DE L'OFFRE ET L'ANNONCE DES RESULTATS

Normalement l'offreur devrait relativement rapidement prévoir au rythme des acceptations en cours si l'objectif qu'il vise sera ou non atteint. Il en sera assuré si l'offre ne fait que matérialiser des accords de concentration, quoique dans ce cas, un rythme faible l'incitera normalement à rehausser ses termes. Dans tous les cas, un rythme régulier lui permettra d'annoncer, dès avant même la clôture de l'offre, que le seuil étant atteint, son objectif l'est également, et qu'ainsi la condition fondamentale étant remplie, il s'engage de manière ferme en prenant les titres qui lui sont cédés.

La *déclaration d'intention,* c'est-à-dire la déclaration par laquelle l'offreur rend publique sa détermination de prendre les actions reçues, intervient normalement *après* la clôture de l'offre, une fois que l'offreur a pu décompter le nombre de titres reçus et donc le pourcentage de capital qu'il a entre les mains. Du fait de son importance dans la procédure, puisqu'elle va confirmer aux yeux des acceptants et du public le succès ou l'échec de l'opération, cette déclaration a fait l'objet d'une *attention* particulière (B), après l'annonce des résultats (A).

### A. — L'annonce des résultats.

Elle s'effectue de façon variable selon les régimes. Pour les offres portant sur des titres cotés à la Bourse de Londres, les principes sont les suivants (6) :

A 9 h 30 au plus tard, le lendemain du jour d'expiration de l'offre, la société offrante doit annoncer successivement au Stock-Exchange et à la Presse :

*a*) Soit que son offre est déclarée « inconditionnelle » (*unconditional*), soit qu'elle est abandonnée. Dans le premier cas,

*b*) « le nombre total d'actions recueilli à la suite des acceptations de l'offre, ou sur le marché au cours de l'offre, par la société et ses associés (*associates*) ainsi que toutes celles détenues par ce groupe avant l'opération ».

La rapidité de l'annonce est essentielle et le Code précise dans le détail les sanctions prévues si la société tarde ou ne s'exécute pas. Tout d'abord : *a*) Si la société offrante « n'est pas en mesure dans ces délais » de donner les renseignements précédents, le Stock-Exchange peut suspendre toute cotation et interdire toute négociation sur les titres de la société destinataire ou les siens jusqu'à leur fourniture. De plus : *b*) Si la société ne s'est pas exécutée à 15 h 30 l'après-midi du même jour, tous les actionnaires qui ont accepté l'offre peuvent « immédiatement » révoquer leur acceptation.

On comprend la motivation de ces sanctions. Mais l'accent, on le voit, n'est pas mis sur l'annonce des résultats. Il l'est sur la déclaration des intentions de l'offreur.

### B. — La déclaration d'intention.

Il n'y a en réalité pas une mais plusieurs déclarations d'intention possibles.

L'offreur peut annoncer son intention de prolonger une offre qui n'a pas recueilli encore suffisamment d'acceptations quoiqu'elle reste conditionnelle. Inversement, avant la clôture, il lui est également loisible de la transformer en offre ferme, et annoncer qu'il prendra tous les titres qui peuvent lui être présentés jusqu'à la clôture, ou s'il prolonge, jusqu'à la fin de la prolongation. Il peut, à la clôture de l'offre, estimer que sa proposition n'ayant pas reçu l'accueil qu'il escomptait, il abandonne et fait jouer la condition en restituant les actionnaires qui ont accepté. Il peut enfin, au vu du décompte des

(6) City Code, parag. 24.

acceptations, annoncer qu'il a recueilli le nombre d'actions qu'il demandait et préciser qu'il les acquiert de façon ferme. Ces prises de position n'ont en fait qu'un seul et unique but : indiquer aux actionnaires qui ont accepté les intentions définitives de l'offreur qu'ils attendent, avec parfois impatience, puisqu'ils se sont eux-mêmes engagés dès le départ. Dans un cas, l'offre est abandonnée (*allowed to lapse*). Dans l'autre, elle est confirmée. Elle devient ferme (*unconditionnal*).

Mais cette déclaration, on le voit, est commandée par l'appréciation *personnelle* que va faire l'offreur des résultats qui lui sont communiqués, et cette liberté n'est pas sans risques pour les actionnaires.

Il est tout d'abord tentant pour un offreur qui n'a pas tout à fait réuni le pourcentage de titres souhaités de prolonger quelque peu sa proposition de façon à presser les hésitants ou retardataires. Mais alors, une extension, toujours liée au refus de s'engager lui-même définitivement tant qu'il ne sait pas à quoi s'en tenir, risque de maintenir les actionnaires qui ont accepté dans l'ignorance de ses intentions finales pendant une période, sinon indéfinie, du moins déraisonnable. La décision reste aux mains de l'offreur, et peut se faire attendre s'il cherche à tout prix des actions qui ne se présentent pas. Il y a donc des *limites* à imposer.

Une logique simple eût pu conduire à imposer une limite à la *durée de l'offre*. Jusqu'en 1968, les habitudes considéraient une date limite abstraite à laquelle l'offreur devait « *déclarer son offre inconditionnelle* » (7). C'est ce que la Commission Jenkins et l'Afrique du Sud suggéraient en décidant que « si l'offreur n'a pas déclaré son offre ferme, par exemple dans les 35 jours de la date d'envoi aux destinataires, tout acceptant aura le droit indépendamment des conditions de son acceptation, de la révoquer » (8). Il existait donc une première difficulté naissant de ce que l'on risquait de considérer seule une date (la déclaration d'intention) qui n'eut dû être que la conséquence logique d'une autre (l'annonce des résultats), celle-ci passée sous silence.

Depuis la publication du Code de la Cité en 1968, les choses sont plus claires. L'offreur, en même temps qu'il annonce les résultats, doit prendre position.

La déclaration d'intention peut avoir une dernière conséquence. Dans certains cas, l'offre peut être réouverte.

(7) Tous les régimes à la suite de B.T.R., 1 Ann., 2 Part. 1 (2).

(8) C.L.C., Rec., 294 (*f*), tandis que la même possibilité est offerte aux actionnaires sud-africains dès que la date limite prévue dans l'offre pour la déclaration d'intention est passée sans que l'offreur se soit manifesté. Fed., Rec., 353 (*e*).

## Section 3

## LA REOUVERTURE DE L'OFFRE

Certains actionnaires peuvent refuser d'accepter d'emblée l'offre pour inciter l'offreur à la réviser en l'empêchant de la sorte d'atteindre spontanément le seuil qu'il s'est fixé. Mais il y a un danger à agir de la sorte dans les offres complètes. En effet, la plupart des offres complètes sont habituellement sous condition, non seulement de l'acceptation des détenteurs de 90 % en valeur des titres extérieurs mais aussi de « tout pourcentage inférieur que l'offreur pourra décider » (9). Ces actionnaires risquent ainsi de rester bloqués comme minoritaires si l'offreur, qui n'aboutit pas au seuil fixé, décide malgré tout, en déclarant son offre ferme et sans rehausse, de prendre tout ce qui lui a été remis.

D'une façon plus générale, la difficulté au cours de l'offre est, pour eux comme pour l'offreur, de savoir si ce dernier est en train de réussir ou non. Sur ce plan, ils disposent d'ailleurs de bien moins d'indications que celui-cí.

Pour ces raisons, un certain nombre de régimes prévoient que l'offre complète qui est annoncée comme réussie et pour laquelle l'offreur déclare son intention de prendre les titres doit être réouverte pendant un certain délai pour permettre aux actionnaires « tardifs » de bénéficier néanmoins de la proposition. De la même manière les actionnaires qui ont initialement refusé peuvent ainsi revenir sur leur refus et céder leurs titres, évitant ainsi de rester comme minoritaires bloqués dans une société dont la politique va changer.

Les modalités de la réouverture sont variables (10). Mais à la seconde clôture, une seconde déclaration de résultats est communiquée et l'offreur expose, en conclusion, les conséquences de l'opération qu'il a entreprise.

(9) « *By the holders of not less than 90 % in value of the shares to which it relates or such lesser percentage as the bidder may decide to accept.* » Ex. : C.L.C., Rec. 294 (1) (*iii*).

(10) 14 jours en Grande-Bretagne (City Code, parag. 22), tandis que l'Australie qui n'a pas prévu de déclaration de résultats prévoit un délai supplémentaire de 7 jours minimum pour toutes les catégories d'offre. Il n'y a rien en Nouvelle-Zélande non plus qu'en Afrique du Sud.

TITRE DEUXIEME

# LA PROCEDURE COMPLEMENTAIRE D'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES DISSIDENTS

Même lorsque l'offre est agréée, le succès peut être une gageure lorsque certains actionnaires ne peuvent être touchés, restent indifférents ou plus simplement refusent de céder leurs titres. Pour éviter de rester avec des actions inutiles si son objectif n'est pas atteint, l'offreur bénéficie déjà de n'effectuer qu'une proposition conditionnelle. Lorsque l'objectif est la fusion des deux sociétés, la faveur devient exceptionnelle car l'offreur reçoit le droit de solliciter à nouveau les actionnaires dissidents pour les contraindre à lui céder malgré tout leurs titres. Cette procédure complémentaire de celle de l'offre, est celle qui figure dans tous les pays considérés à l'image de l'article 209 du Companies Act britannique de 1948.

De même que la société offrante détient la possibilité précieuse de forcer une minorité contraire (al. 1[er]), les opposants peuvent, en l'obligeant à acquérir des titres qu'elle n'avait pas originellement l'intention de prendre (al. 2), ne pas rester bloqués face à une nouvelle majorité aux intentions parfois éloignées des leurs.

De ce fait, la procédure complémentaire de l'article 209 comporte une double face.

CHAPITRE 4 : *Le cadre* de la procédure,

CHAPITRE 5 : *L'expropriation des dissidents,*

CHAPITRE 6 : *L'acquisition forcée des actions restantes.*

## CHAPITRE 4

# *LE CADRE DE LA PROCEDURE D'EXPROPRIATION*

Aux termes du paragraphe 1[er] de l'article 209 C. A. 1948 qui organise le « pouvoir d'acquérir les actions d'actionnaires dissidents consécutif à un projet ou contrat approuvé par la majorité », il est prévu que :

« Lorsqu'un projet ou contrat impliquant le transfert d'ac-
« tions ou d'une quelconque catégorie d'actions d'une société
« (dénommée dans cet article la « société cédante ») à une
« autre société qu'elle soit une société au sens de cette loi ou
« non (dénommée dans cet article la « société cessionnaire »)
« a, dans les quatre mois de l'émission de l'offre en cette
« qualité par la société cessionnaire, été approuvé par les
« détenteurs d'au moins neuf-dixièmes en valeur des actions
« dont le transfert est impliqué (autres que les actions déjà
« détenues à la date de l'offre par la société cessionnaire ou
« sa filiale ou un représentant), la société cessionnaire peut,
« à n'importe quel moment dans un délai de deux mois après
« l'expiration desdits quatre mois, notifier de la manière pres-
« crite tout actionnaire dissident de son désir d'acquérir ses
« actions, et lorsque cette notification est faite par la société
« cessionnaire, sera — à moins que sur requête faite par l'ac-
« tionnaire dissident dans le délai d'un mois à partir de la date
« à laquelle la notification a été faite, la Cour estime opportun
« d'ordonner autrement — fondée et tenue d'acquérir ces
« actions dans les termes en lesquels, en vertu du projet ou
« contrat les titres des actionnaires acceptants doivent être
« transférés à la société cessionnaire. »

Cette disposition (1) donne ainsi le droit à une société « cessionnaire » de titres en conséquence d'une offre d'acquisition d'actions d'une société « cédante » qui a été acceptée par des actionnaires représentant un minimum de 90 % des titres considérés, de contraindre les actionnaires restants et « dissidents » à lui céder leurs titres à la suite d'une procédure particulière où l'intervention des tribunaux est possible.

Le *principe* du droit d'expropriation, même s'il ne constitue en définitive qu'une extension du principe majoritaire à une modalité nouvelle des décisions sociales (Section 1) n'en recouvre pas moins une opération dangereuse et délicate. Des conditions strictes *de mise en œuvre* viennent tempérer la procédure. Elles sont communes à toutes les expropriations (Section 2) ou particulières lorsque l'offreur possédait avant l'offre initiale une *participation* notable au capital de la société destinataire (Section 3).

L'appréciation de ce cadre reste d'autant plus délicate que la faveur consentie, plus intéressante, est donc limitée, et surtout qu'en l'absence en Droit anglais d'un régime organisé de fusion, l'on a ainsi utilisé un texte qui, d'autant moins directement destiné à cet usage, s'avère donc parfois sibyllin.

## Section 1

## LES PRINCIPES

On pourrait s'étonner, dans un pays par ailleurs si soucieux des libertés individuelles, de l'existence d'un *droit d'expropriation* si l'on ne voyait pas que ce droit repose fondamentalement sur le principe tout aussi traditionnel des droits de la majorité dans une société par actions dont il ne constitue qu'une extension audacieuse (A). Mais cette audace implique des garanties. La réservation de son usage à des *sociétés* (B) à la suite d'une *offre complète* de fusion (C), en sont les principales.

### A. — Le droit d'expropriation.

En Droit anglais comme en Droit français (qui en a d'ailleurs hérité), la décision majoritaire constitue la décision de la société.

(1) Une traduction (J. C. Wood) figure dans Revue Trim. D. Com., 1960, p. 794. Des dispositions absolument identiques figurent en Australie (art. 185 [tous les Etats]), Nouvelle-Zélande (art. 208, C.A., 1955) et Afrique du Sud (art. 103 *ter*, C.A., 1926).

S'imposant à la minorité dissidente, elle ne fait qu'appliquer une thèse fondamentale nécessaire au fonctionnement harmonieux de l'institution. En devenant actionnaire, une personne se soumet volontairement au jeu des diverses majorités qui permettent l'activité de la société et dont l'importance varie avec la gravité du sujet abordé. En 1929 cette soumission fut simplement étendue du domaine de la gestion à celui des droits individuels de l'actionnaire.

La justification théorique de l'expropriation des minoritaires était alors donnée par la Commission Greene qui, introduisant la procédure dans le futur Act de 1929, précisait : « d'une façon générale les O.P.C. contribuent au progrès économique... Une offre recevant un soutien écrasant (*an overwhelming support*) doit être facilitée par le droit ».

Un tel pouvoir devait prévenir « l'oppression de la majorité par la minorité » qui se ferait jour si cette dernière pouvait bloquer une O.P.C. dans l'espoir d'arracher des avantages personnels postérieurs en négociant un accord, ou simplement en se désintéressant de l'affaire (2). On peut considérer que la soumission de la minorité à la fusion décidée par la majorité n'a rien de nouveau pour un esprit français qui connaît et pratique une méthode organisée en ce sens. Mais la procédure complémentaire de l'article 209 pousse le principe majoritaire à un extrême : l'expropriation pure et simple des actions minoritaires. Ceci, le Droit français ne l'a pas encore admis. De plus, cette soumission de la minorité s'effectue dans le cadre d'une décision qui n'est pas prise en assemblée mais selon des modalités *neuves* (3). Conduisant le principe majoritaire dans des retranchements audacieux, le Droit anglais, non seulement amène l'actionnaire à échanger ses titres contre son gré et demande effectivement que la minorité *se sacrifie* en *vendant* ses titres pour assurer les projets décidés par le nombre.

Dans un souci de prudence, l'usage de la procédure d'expropriation en est *réservé*.

(2) Greene Rep. 84. L'art. 155 C.A., 1929 deviendra l'art. 209 en 1948. Sur la Commission Greene, cf. I^re^ part., chap. 6.

(3) A noter que des décisions prises par la majorité en assemblée et s'imposant à la minorité existent naturellement en droit anglais (par exemple dans les procédures de concentration de l'art. 287, ou des art. 206-8). On pourrait, par ailleurs, considérer que dans la mesure où l'article 209 figure dans la Loi fondamentale, un actionnaire qui acquiert un titre sait qu'une expropriation peut résulter d'une O.P.C. de sorte qu'on ne peut pas réellement faire de distinction entre l'application de la cession forcée de l'abdication contractuelle résultant de l'acquiescement au jeu de la majorité, sinon de degré.

### B. — Une offre effectuée par une société.

D'une façon explicite les législateurs n'ont entendu octroyer le droit d'exproprier qu'à une « société cessionnaire » (*transferee company*) des titres d'une société cédante (*transferor*). Quoique les termes de l'article rendent délicate la détermination des sociétés susceptibles d'exproprier leurs minoritaires dissidents, l'interprétation la plus classique réserve le droit aux sociétés offrantes « enregistrées » conformément à la Loi de 1948, c'est-à-dire aux sociétés par actions privées ou publiques (4).

En tout cas, tous s'entendent pour *exclure* de ce droit les *personnes physiques*. Ainsi que l'exprime dans une logique que l'on ne peut qu'approuver, la Commission Jenkins, « il ne serait pas raisonnable de leur conférer un pouvoir originellement destiné à faciliter la fusion (*merger*) de sociétés » (5). Inversement d'ailleurs, la société « cédante » destinataire originelle de l'offre doit être, et le texte est ici précis, une « company » « limited by shares », une société par actions.

On pourrait se demander si la Commission, en précisant quel est ainsi le *but* de la procédure d'expropriation, n'entend pas en limiter encore le bénéfice à certaines offres émanant de sociétés, les offres *d'échange* d'actions (*share for share offers*). On remarquera en effet que l'offre d'achat ne réalise pas en réalité cette fusion (*merger*) qui suppose la réunion des actionnaires des deux sociétés au sein de la société offreuse (*absorption*) ou d'une nouvelle société (création d'un être moral nouveau).

Il est difficile, en l'absence de précisions, d'indiquer si le législateur a entendu exclure une modalité par rapport à l'autre. Il est certain cependant que seules peuvent recourir à l'expropriation les sociétés qui, pour obtenir une acceptation de détenteurs de 90 % des titres, ont dû effectuer une offre complète d'acquisition de la totalité du capital de la société destinataire.

### C. — Une offre complète de fusion.

Aux termes de l'article 209, la société cessionnaire ne pourra notifier aux minoritaires son intention de les exproprier que si l'offre « dans les quatre mois de l'émission de l'offre... a été approuvée par

(4) En réalité, le cadre de la procédure (*registered companies*) est plus large que celui des sociétés commerciales par actions du type courant (*private* ou *public companies*) sans que l'on sache très bien quelles autres sociétés pourraient en bénéficier. WEINBERG, cit., 1416, admet les *partnerships* (notre société en nom collectif), et le droit australien toutes les *corporations* dans un sens très large (cf. PALMER, cit., 776, et l'Aust. Capit. Terr. Act, art. 5 (1) pour les définitions).

(5) C.L.C., Rep. 283.

les détenteurs d'au moins neuf-dixièmes (9/10e) en valeur des actions dont le transfert est considéré ».

L'article 209 s'applique également à d'autres opérations que les O.P.C. (6), mais lorsqu'il s'agit d'une offre, il ne joue que lors d'une offre complète.

Avec cette disposition nous avons ainsi le motif central de la distinction fondamentale que nous avons décrite ailleurs entre les offres *partielles* ne visant que l'acquisition d'une majorité aux assemblées générales et les offres *complètes* qui tendent à l'acquisition de la totalité du capital, et l'on comprend ainsi également la raison pour laquelle ces offres sont toujours effectuées « sous condition d'une acceptation par des détenteurs d'au moins 90 % en valeur des titres ». La mention de cette condition manifeste bien l'intention affirmée de l'offreur de recourir après l'offre à une expropriation légale des minoritaires dissidents. Le texte de l'article joint en général aux documents d'offre, ne fait que confirmer cette intention.

A la limite, on peut considérer que l'offre complète est *toujours* effectuée *dans la perspective* d'une expropriation complémentaire, et le lien étroit qui existe ainsi entre les deux procédures explique une conception bien ancrée en droit anglais aux termes de laquelle l'offre complète n'est que le préalable obligatoire mais accessoire de la véritable procédure de prise de contrôle constituée par l'expropriation de l'article 209, C. A., 1948 (7).

La faveur d'une expropriation étant ainsi raisonnablement réservée aux sociétés qui désirent fusionner, on conçoit qu'elle en soit refusée à l'offreur qui n'entend que prendre le contrôle d'une entreprise.

C'est là également qu'il faut trouver la source de l'hostilité traditionnelle du Droit anglais aux offres partielles. *L'ensemble* de la procédure était originellement prévu pour permettre des rapprochements étroits d'entreprises et non l'acquisition d'une participation aux motifs plus ou moins éloignés de considérations économiques respectables.

Le cadre de la procédure d'expropriation est donc, dans son esprit comme dans ses modalités, celui d'une procédure exceptionnelle réservée à la réalisation optimale d'une opération capitale pour deux entreprises. Les conditions de mise en œuvre ne confirment cette assertion.

(6) Le texte dit : « A la suite d'un projet (*scheme*) ou d'un contrat (*contract*)... »
(7) C'est la position de PALMER, cit., 690.

## Section 2

## LES CONDITIONS DE MISE EN ŒUVRE

Si la limitation de sagesse précédente n'appelle aucun commentaire, l'appréciation des conditions de mise en œuvre de l'expropriation pose quelques problèmes. Les acceptations doivent avoir été réunies dans un certain *délai* (B) et l'opposition émaner d'actionnaires « *dissidents* » (C). Tout d'abord, l'*approbation préalable* (A) doit revêtir une certaine ampleur.

### A. — L'acceptation d'actionnaires extérieurs réunissant plus de 90 % des titres visés.

La disposition la plus importante de l'article 209 consiste dans l'exclusion pour le calcul du pourcentage « seuil » des acceptations à réunir, les titres qui appartenaient à la société offrante avant l'offre. L'expropriation ne sera autorisée que si ce seuil atteint « neuf-dixièmes en valeur des actions dont le transfert est considéré (autres que les actions déjà retenues à la date de l'offre par la société cessionnaire, une filiale ou un représentant (*nominee*) (8). Autrement dit, s'il suffit, comme nous le verrons, que la société *détienne* plus de 90 % des titres d'une autre pour que les minoritaires de celle-ci puissent imposer l'acquisition de leurs titres, le droit inverse d'exproprier dépend par contre de l'*acquisition* dans l'offre elle-même de ce pourcentage du capital de la société destinataire, et non d'une détention finale de ce chiffre.

La raison d'une telle exclusion est claire. L'éventualité d'une expropriation suppose non seulement que l'approbation de l'offre a été large, mais surtout qu'elle est réellement indépendante de l'offreur. Cependant et malgré une jurisprudence abondante (9), les limites de l'exclusion sont loin d'être claires et aboutissent à des brèches sensibles que les propositions de réforme de la Commission Jenkins n'ont pas toujours colmatées.

Ainsi remarquera-t-on qu'il suffit de faire effectuer une offre par une filiale pour que, inversement, les titres déjà détenus par la société

(8) La notion de *nominee* est délicate. Une société privée (S.A.R.L. ou S.A. avec clauses d'agrément) peut ainsi être constituée entre un associé et un prête-nom qui légalement est considéré comme le détenteur des titres. Une telle société qui serait automatiquement dissoute en France est valable ici quoique le *beneficial ownership*, la propriété des titres soit à une unique personne. Cf. sur cette question, Palmer, cit., 778.

(9) A partir de l'arrêt de principe, Re Bugle Press Ltd./1961/ 1 Ch., 270.

mère puissent être pris en considération dans le calcul du seuil, n'en étant pas expressément exclus. La Commission Jenkins qui étend dans un souci louable l'exclusion aux actions détenues d'une manière générale par toute société « du même groupe que la société cessionnaire » (10) ne fait qu'ajouter une difficulté nouvelle sans résoudre la première (11).

Parmi les problèmes nés de l'interprétation du texte de l'article, deux ont une portée notable.

1° Tout d'abord, on peut se demander si le calcul du pourcentage seuil se fait sur *l'ensemble des actions transférées ou sur chaque catégorie séparément lorsque l'offre portait sur plusieurs.* Il est certain que l'expression : « 9/10e en valeur des actions dont le transfert est considéré » peut s'entendre de la valeur globale (*aggregated*) des différentes catégories de titres de la société (12). Il est certes juste de considérer le projet de fusion résultant de l'offre comme un problème intéressant le corps des actionnaires dans son ensemble. Mais une telle interprétation révèlerait que la situation des détenteurs d'actions ordinaires dans des sociétés ayant émis de grandes quantités de titres sans droit de vote ou à vote réduit n'est pas aussi sûre qu'ils l'imaginent normalement (13). De plus, une certaine injustice découle de l'addition d'acceptants aux intérêts divergents. L'offre peut avoir été faite dans des termes favorables pour les uns qui l'étaient moins pour d'autres. Pour l'ensemble de ces raisons la Commission devait trancher en obligeant la société offreuse à effectuer ses calculs de seuils sur chaque catégorie de façon séparée et non sur l'ensemble du capital de la société destinataire, ce qui en pratique s'exprime par la division nécessaire de l'offre en plusieurs offres parallèles mais séparées (14).

(10) C.L.C., Rec. 294 1 (*v*).

(11) De même le fait que l'on se réfère, non pas à une « approbation par au moins 9/10 en valeur des actions » mais à l'approbation « des détenteurs d'au moins 9/10... » suggère d'une façon anormale qu'un actionnaire qui n'accepte que pour une partie seulement de sa participation (ce qui est le cas par exemple d'une banque détenant comme *nominee* des titres pour le compte de plusieurs clients) sera néanmoins considéré comme acceptant et tous les titres inscrits à son nom dans les registres de la société comme titres transférés (ou plutôt « approuvés ») pour le calcul du seuil. Les acceptations partielles sont cependant inhabituelles sauf accord préalable de l'offreur, WEINBERG, cit., 1415.

(12) Dès lors si l'offre visait des actions ordinaires et de préférence, l'acceptation de 70 % des ordinaires suffira si l'acceptation pour un nombre suffisant d'actions de préférence permet à l'offreur d'atteindre le seuil recherché.

(13) C'est pourtant un procédé de défense classique. Cf. III[e] part., chap. 4. Ainsi une société ayant un capital de 200.000 L d'actions de préférence de 1 L de nominal (cotées à 18 sh) et de 20.000 L d'ordinaires de 5 sh (cotées à 50 sh) pourrait s'opposer à une offre sur les actions ordinaires en exigeant par exemple 100 sh pour les 51 % que le groupe contrôleur détient. Mais une offre pour les ordinaires à 51 sh et pour les préférences à 25 sh recueillerait l'accord empressé des détenteurs de titres de préférence et l'expropriation des ordinaires.

(14) C.L.C., Rec., 294 1 (*ii*) ; *id.* City Code, parag. 27.

2° Surtout l'expression permettant l'expropriation à la suite d'un « projet... impliquant le transfert d'actions »... accepté par les détenteurs... de 9/10e des actions *dont le transfert est considéré* » est ambiguë dans la mesure où elle semble admettre le recours d'offreurs partiels.

En effet, si le texte exige une acceptation des 9/10e des actions visées par l'offre, il ne précise pas si les actionnaires dissidents ayant reçu une notification d'expropriation doivent avoir été inclus dans l'offre initiale (15). Il est évident qu'une telle autorisation d'exclure à l'avance des actionnaires connus pour leur hostilité aux projets de l'offreur anéantirait la justification donnée au droit d'expropriation à savoir que l'approbation d'un pourcentage écrasant du capital laisse présumer de l'honnêteté et de la valeur de l'offre.

Exemples parmi d'autres, ces deux questions témoignent de l'insuffisance rédactionnelle de l'article 209. La Commission Jenkins a pu, en attendant une refonte complète du texte, demander un amendement aux termes duquel il devra « être clair que (l'article) ne s'applique qu'à des offres pour l'acquisition de toutes les actions émises d'une société (ou toutes celles émises dans une catégorie) faites dans les mêmes termes à tous les actionnaires considérés » (16). En ce sens uniquement pourra-t-on restreindre le bénéfice de la procédure d'expropriation aux offres pour lesquelles cette procédure était faite, c'est-à-dire aux offres de fusion qui aboutiraient, si elles étaient complètement acceptées, à donner à la société offreuse le contrôle de la totalité du capital de la société destinataire.

### B. — Des acceptations réunies dans un délai maximum de 4 mois.

Le pourcentage requis d'acceptations doit par ailleurs avoir été réuni « dans les quatre mois de l'émission de l'offre en cette qualité (d'offreur) par la société cessionnaire ».

Il est souhaitable que la menace d'une expropriation ne pèse pas au-dessus des actionnaires dissidents et minoritaires d'une manière indéfinie, tant que l'offreur espère toujours accéder à ce seuil qu'il n'a pas tout à fait atteint. On voit ainsi que la société offrante est prise, au moins en Grande-Bretagne et en Afrique du Sud, entre le

(15) L'offreur partiel aboutirait dans deux hypothèses : *a*) Une société visant 51 % des titres dont l'offre est acceptée par 47 % (plus de 9/10 des actions visées) pourrait théoriquement exproprier les détenteurs des 4 % restants. *b*) Surtout l'offreur qui effectue une offre partielle en éliminant sciemment de sa proposition un ou plusieurs actionnaires hostiles détenant plus de 10 % des titres pourrait également théoriquement obtenir leur expropriation.

(16) C.L.C., Rec., 294 1 (*i*).

délai (impératif de 35 jours — Grande-Bretagne — ou librement fixé — Afrique du Sud —) au terme duquel il doit déclarer si son intention est de conserver de façon ferme les actions reçues mais qui ne lui permet pas nécessairement d'atteindre son objectif, et cette possibilité d'espérer pendant quatre mois qu'elle l'atteindra en laissant son offre ouverte. La date limite du délai d'expropriation est vague; comme le point de départ du calcul (« l'émission ») (17).

### C. — Des actionnaires « dissidents ».

C'est la dernière condition et la plus intéressante. Tout l'intérêt de la procédure repose naturellement sur la découverte à la clôture de l'offre de l'existence d'un groupe d'actionnaires qui, pour des raisons diverses, n'a pas accepté l'offre, et que l'article 209 qualifie d'actionnaires « dissidents » (dissenting shareholders). Leur expropriation sera justifiée par le soutien inverse d'une majorité « écrasante » en faveur de la fusion projetée et par le fait que ces actionnaires ne représentent qu'une minorité infime; moins de 10 % du capital visé par l'offre.

L'expression ne doit pas prêter à confusion. En effet, l'expropriation pourra en réalité atteindre d'autres actionnaires que les seuls opposants. Il s'agira ainsi et beaucoup plus aisément de ceux qui ont oublié d'accepter en temps utile, ou se sont désintéressés de l'opération. D'autres enfin n'auront pu exercer leur droit, soit que leurs titres aient été aux mains d'un « *trustee* » qui n'a pu leur faire part en temps utile des propositions, soit que ces titres aient figuré dans une succession non encore réglée et partagée.

Dans tous les cas il devra s'agir, pour les raisons évoquées ailleurs, d'actionnaires qui ont été touchés par l'offre initiale. Nous conserverons la notion de « dissident » pour qualifier tout actionnaire qui, en présence d'une proposition, n'aura pas exprimé de choix en temps utile, mais on remarquera, comme le fait implicitement l'article, qu'il existe des actionnaires qui n'ont pas accepté (*non assenting*) aux côtés de ceux (*dissenting*) qui ont refusé.

Avec ces conditions générales de mise en œuvre de la procédure d'expropriation, figure une condition supplémentaire lorsque la société

(17) Pendant un temps on a considéré que la procédure ne pouvait être entamée qu'à l'expiration des quatre mois, pour une offre restée ouverte pendant toute cette durée, quoique en pratique le pourcentage requis ait été réuni, et dès lors l'offre close bien avant. Dans la mesure où rien ne justifie cette attente, la Commission Jenkins estime que la société offrante peut commencer les notifications nécessaires dès que dans ce délai elle a atteint le seuil requis des acceptations. C.L.C., Rep., 286.

offreuse possédait, dès avant l'offre, un certain nombre de titres dans la société destinataire.

## Section 3

## LA SITUATION DES SOCIETES OFFRANTES POSSEDANT UNE PARTICIPATION PREALABLE AU CAPITAL DE LA SOCIETE DESTINATAIRE (proviso, al. 1er).

Nous avons vu que les commentateurs insistaient sur l'approbation de l'offre par une majorité importante des actionnaires extérieurs « réellement indépendante » de l'offreur, selon l'expression de *Re Bugle Press,* en excluant délibérément du calcul du pourcentage-seuil les titres déjà détenus par la société offrante. En ce sens, le paragraphe final de l'article 209 (1) vient de plus, ajouter que « lorsque des actions de la société cédante de la même catégorie... que celles dont le transfert est envisagé, sont déjà détenues... pour une valeur plus grande que 1/10e du total de leur valeur et de celle des actions... dont le transfert est envisagé », le droit d'expropriation ne sera accordé à la société offrante qu'à deux *conditions supplémentaires* (18) des précédentes (A). Dans une large mesure les restrictions imposées à la société offrante sont malgré tout *critiquables* (B).

### A. — Les conditions supplémentaires.

La première est, en ce sens, classique. Il faut que les mêmes termes aient été proposés à *tous* les actionnaires extérieurs visés par l'offre. La seconde l'est moins : il convient ensuite qu'une majorité *en nombre* des 3/4 de ces actionnaires extérieurs ait approuvé personnellement le projet, en acceptant l'offre, en même temps qu'ils représentent les 9/10e du capital recherché.

Cette exigence d'une majorité en nombre constitue naturellement une limitation supplémentaire à toute expropriation. Théoriquement cependant, elle atténue la sévérité de la rédaction originelle de l'article 155 du C. A., 1929 qui refusait purement et simplement ce droit à la société offrante qui se trouvait dans la situation considérée à la date de l'offre.

(18) Le *proviso* existe dans tous les pays.

### B. — Les motifs d'une sévérité particulière.

D'une part, quelle que soit l'importance de la participation antérieure de la société offrante au capital de la société destinataire, les actions détenues par l'offreur et son groupe sont déjà exclues du calcul du pourcentage-seuil .De la sorte, si la société détient par exemple 40 % du capital recherché, l'offre devra être acceptée par un minimum de 9/10e des 60 % restants et en définitive les détenteurs de 6,1 % de la valeur totale du capital pourront efficacement empêcher leur expropriation. L'exigence d'une approbation par un niveau aussi important que les 90 % exigés en valeur apparaît une protection suffisante des actionnaires dissidents en Droit anglais. On tient, au surplus, compte de ce que les Cours peuvent intervenir si les conditions de l'expropriation se révèlent malhonnêtes (19). Par ailleurs, l'exigence d'une majorité en nombre aux côtés d'une majorité en capital nominal ne présente qu'un intérêt limité puisqu'elle peut en pratique être tournée par la division de participations importantes du groupe offreur entre plusieurs personnes qui approcheront d'autant et aussi irréellement les 3/4 recherchés. En théorie enfin, la restriction est inutile puisque les sociétés contemporaines réunissent des capitaux bien plus que des personnes.

Dans l'état actuel des choses, la limitation supplémentaire du « proviso » de l'article 209 (1) est donc souvent tournée.

Pour l'ensemble de ces raisons, la Commission Jenkins demande en fin de compte la suppression pure et simple de la condition supplémentaire. Sont exclues d'une façon identique du calcul du pourcentage-seuil d'acceptation toutes les actions détenues par l'offreur et son groupe, quel que soit le montant de leur participation antérieure dans le capital de la société destinataire (20).

(19) Cf. IIIe part., chap. 3.
(20) C.L.C., Rec., 294 1 (*vii*).

## CHAPITRE 5

# *L'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES DISSIDENTS*

[art. 209] (1)

---

Une fois réuni entre les mains de la société offrante et dans les délais impartis, le ou les pourcentages d'acceptation nécessaires, il lui restera, si naturellement elle le désire, à contraindre les actionnaires minoritaires dissidents à lui céder leurs titres (1). Aux termes du paragraphe premier de l'article 209 ou des articles similaires ailleurs, la société « cessionnaire peut, à n'importe quel moment dans (un délai) de deux mois après l'expiration des quatre mois, notifier de la manière prescrite tout actionnaire dissident de son désir d'acquérir ses actions et lorsque cette notification est faite la société cessionnaire sera, à moins que sur requête faite par l'actionnaire dissident dans (le délai d') un mois à partir de la date à laquelle la notification a été faite, la Cour estime à propos de juger différemment, fondée et tenue d'acquérir ces actions dans les termes en lesquels, en vertu du projet ou contrat, les actions des actionnaires acceptants doivent être transférées à la société cessionnaire ».

Il a été précisé qu'en réalité la société offreuse n'avait pas à attendre l'expiration du délai primitif de quatre mois pour commencer la procédure. En définitive, il apparaît que la société pourra, dès le moment où la première acceptation reçue débouchera sur le seuil fixé par l'article dans le délai imposé, *notifier les actionnaires dissidents* de son intention d'acquérir leurs titres, restants hors de sa possession

(1) Le texte anglais (*compulsory acquisition*) est ambigu. Nous distinguerons plutôt la *cession* forcée du paragraphe 1er de l'article 209 de l'*acquisition* forcée du paragraphe 2 indiquant ainsi clairement la partie contrainte.

(section 1). A moins qu'un *tribunal* saisi dans un délai également impératif par l'un des dissidents n'en juge « autrement » (section 2), la société offrante sera « *fondée et tenue* » de prendre ces actions dans les termes financiers proposés dans l'offre principale et initiale (section 3).

L'expropriation des actionnaires dissidents à une O.P.C. se déroule donc normalement à l'intérieur d'un calendrier précis centré autour de trois phases principales.

## Section 1

## LA NOTIFICATION D'INTENTION D'EXPROPRIER

L'« opération 209 » (2) débute par un « *avis* » (*notice*) adressé à chaque actionnaire dissident ou n'ayant pas accepté l'offre initiale (A) par lequel l'offreur l'informe de son intention.

Il est complété, en Grande-Bretagne, par un second *informant* chaque actionnaire des résultats définitifs de l'offre en vue de l'expropriation. En Australie une disposition permet aux actionnaires dissidents de se regrouper (B). La *notification*, enfin, de ces avis, suit suivant certaines formes (C).

### A. — L'avis d'intention d'acquérir.

En Grande-Bretagne la société « cessionnaire » avertit chaque actionnaire dissident à l'O.P.C. de ses intentions en lui adressant l'avis suivant (3) :

THE COMPANIES ACT, 1948

Avis aux actionnaires dissidents
En exécution de l'article 209 (1)

A propos de

(*a*) ..... Limitée
(ci-dessous dénommée « la société cédante »)
Avis de (*b*) ..... Limitée
(ci-dessous dénommée « la société cessionnaire »)
A (*c*) .....
.....
.....

(2) Lord Chorley, cit.

(3) La forme de l'avis (*Form 100 - Comp. Forms Reg. Order, 1949*, en Grande-Bretagne) est fixe en Australie, Nouvelle-Zélande et Grande-Bretagne, et pour l'instant libre en Afrique du Sud.

CONSIDERANT que le .... jour de .... 19.. la société cessionnaire a fait une offre à tous les détenteurs des (*d*) ..... actions ..... de la société cédante (indiquer brièvement la nature de l'offre) ..... et CONSIDERANT que au ..... jour de ..... 19.. constituant une date dans les quatre mois de la date de l'émission de cette offre, elle a été acceptée par les détenteurs d'au moins 9/10e en valeur desdites actions (*d*) ..... (autres que les actions déjà détenues à la date de l'offre par, ou par un représentant pour elle, la société cessionnaire ou sa filiale.

DES LORS la société cessionnaire, en conformité des dispositions de l'article 209 (1) de la Loi sur les Sociétés de 1948, par les présentes, vous notifie qu'elle désire acquérir les ..... actions (*d*) ..... que vous détenez dans la société cédante.

ET DE PLUS, soyez informé qu'à moins que, sur votre demande, faite devant une Cour par vous, ledit (*c*) ....., le ou avant ..... jour de ..... 19.., constituant un mois à partir de la date de cet avis, la Cour estime devoir juger autrement, la société cessionnaire sera fondée et tenue d'acquérir les actions (*d*) ..... détenues par vous dans la société cédante dans les termes de l'offre susmentionnée approuvée par les actionnaires (*d*) ..... de la société indiquée.

(Signature) .....
pour (*b*) .....
(précisez si administrateur ou secrétaire) (4)

Daté le ....., jour de ....., 19.. »

(*a*) Nom de la société cédante.

(*b*) Nom de la société cessionnaire.

(*c*) Nom(s) et adresse(s) de(s) actionnaire(s) dissident(s) .

(*d*) Si l'offre est limitée à une certaine catégorie de détenteurs, donner une description de cette ou ces catégories.

**Cet avis, on le voit, reprend les termes mêmes de l'article 209 (1). On remarquera que l'actionnaire dissident ainsi informé des projets de la société offrante ignorera en réalité le *nombre exact* des titres qui ont été cédés à l'offreur lors de l'offre, tout comme il ignorera quels actionnaires ont refusé, à son exemple, d'accepter ou ne l'ont, pour d'autres motifs, pas fait. La société offrante n'a même pas à préciser dans l'avis les bases de calcul de la majorité requise pour commencer la procédure, pas plus qu'elle n'a à préciser, le cas échéant, que l'offre a reçu l'accord des trois-quarts en nombre des actionnaires de la société destinataire. Dans la mesure où, comme nous le verrons,**

(4) Le secrétaire (*secretary*) de la société par actions britannique est un employé de la société dont les fonctions sont cependant très larges. Cf. PALMER, cit., 587 s.

le tribunal éventuellement saisi est normalement favorable aux expropriations sauf raisons particulières, on peut considérer que les actionnaires dissidents sont dans une situation très *défavorable* par rapport à la société offrante.

Pour éviter qu'ils soient réduits à prendre acte d'une simple affirmation invérifiable de la société offrante, une double adjonction est nécessaire.

### B. — L'avis complémentaire d'information.

Le risque essentiel couru par l'actionnaire dissident réside dans le fait que la société offrante peut être tentée, quoique n'ayant pas tout à fait satisfait aux conditions requises, d'envoyer l'avis d'intention et ainsi acquérir les actions restantes auprès de détenteurs qui, la pratique le prouve, s'inclinent en définitive. Si l'on préfère, la société aboutira par l'expression d'un certain « bluff ».

Il semble tout d'abord que l'on puisse exiger de la société offrante des précisions sur ses droits. Celles-ci résulteront en pratique d'une *attestation* sur le niveau des acceptations réuni, ainsi que d'un *avis* faisant connaître l'identité des autres dissidents.

1° L'ATTESTATION (*affidavit*) : Une attestation détaillant l'étendue exacte des approbations de l'offre initiale sera normalement envoyée à chacun des minoritaires avant ou en même temps que l'avis notifiant l'intention de la société de l'exproprier (5).

Une telle attestation ne se confond pas, on le remarquera, avec l'avertissement signalant à l'ensemble des actionnaires touchés par l'offre le total des actions et la proportion du capital que l'offreur détient en conséquence de l'offre initiale et qui doit être fourni lorsque celui-ci déclare son offre « inconditionnelle ». Elle présente même un intérêt certain par rapport à cette annonce dans la mesure où d'une part, nous l'avons vu, la déclaration « d'inconditionnalité » ne se confondant pas nécessairement avec la clôture définitive de l'offre (6).

2° L'AVIS DE REGROUPEMENT : Il répond d'un autre côté au besoin que chaque actionnaire dissident pourrait ressentir de connaître l'identité des autres actionnaires qui à ses côtés ont rejeté la proposition initiale, pour organiser une action commune. Le droit australien (7) prévoit ainsi que la société offrante envoie un avis complémentaire à chaque dissident l'informant qu'il lui est loisible de s'associer aux autres dans leur opposition devant un tribunal.

(5) WEINBERG, cit., 1421, en propose l'envoi avant la notification et l'Afrique du Sud l'inclut dans celle-ci.

(6) Cf. chapitre 3.

(7) Art. 185 (3) et Form 52.

En contrepartie de la faveur exceptionnelle qui lui est consentie de pouvoir faire une offre publique, la société offrante doit ainsi préciser à chaque actionnaire dissident qu'il est fondé : « dans le délai d'une semaine à compter de la réception de l'avis (lui notifiant l'intention d'expropriation de la société) d'exiger de la société cessionnaire, par une demande écrite, qu'elle lui communique un état des noms et adresses de tous les autres actionnaires dissidents », et l'avis complémentaire stipule que « la société cessionnaire ne sera pas fondée ou tenue d'acquérir les actions de ces actionnaires dissidents avant (un délai de) 14 jours après que l'état (lui) ait été adressé ».

L'effet de cet avis complémentaire n'est pas, en réalité, entièrement satisfaisant (8). Mais l'effet suspensif de deux semaines doit ainsi permettre la constitution d'une « *schareholders association* » dont nous verrons plus loin le rôle.

L'avis d'intention, comme celui de regroupement, doivent enfin être naturellement notifiés.

### C. — Les modalités de la notification.

Ayant eu quatre mois pour recueillir les acceptations nécessaires, la société offrante dispose de *deux* autres mois pour adresser l'ensemble des avis et attestations indiquées aux actionnaires dissidents. A l'intérieur de ce délai, elle peut notifier « à tout moment ». En définitive, la société offrante disposera d'un délai maximum de six mois pour considérer une expropriation des minoritaires dans sa nouvelle filiale.

Les modalités d'envoi varient avec les législations mais supposent presque toujours une lettre recommandée lorsque les titres sont nominatifs. Lorsqu'ils sont au porteur, l'insertion de la notification dans un journal officiel d'annonces légales en même temps que dans des quotidiens aboutira à un même résultat (9).

(8) Notamment la communication de la liste à l'un d'entre eux ne permettra pas aux autres de savoir que la procédure est suspendue et certains pourront céder alors que la connaissance d'une association les eût incités à conserver leurs titres pour présenter une défense commune.

(9) La lettre sera adressée à la dernière adresse connue (Afrique du Sud), à celle figurant dans les registres (Australie, Nouvelle-Zélande, Grande-Bretagne), à toute adresse donnée à la société destinataire « pour la communication des avis » (Nouvelle-Zélande). Elle sera enfin « remise personnellement (Nouvelle-Zélande, Grande-Bretagne). Si des actionnaires résident à l'étranger, un journal de ce territoire pourra également être choisi (Afrique du Sud).

## Section 2

## L'INTERVENTION DE LA COUR

Parmi les mentions qui figurent dans l'avis, la société offrante doit signaler qu'elle ne procèdera à l'expropriation que si le destinataire ne s'y est pas opposé en demandant, dans le délai d'un mois à compter de la réception de l'avis, qu'une Cour « ordonne autrement » et si cette Cour n'a pas « estimé opportun » d'agréer cette demande, c'est-à-dire d'interdire l'expropriation. La *demande* (A) des actionnaires dissidents se heurte cependant à une *attitude* de principe défavorable des tribunaux britanniques (B) qui donne tout son intérêt aux regroupements des actionnaires dans des *associations* de défense (C).

### A. — La demande d'intervention.

Là encore, le libellé du droit d'appel donné aux actionnaires dissidents de l'article 209 (1) est tel que tous les dissidents n'y auront pas accès. Il est en effet prévu que la société « peut (*may*)... notifier... qu'elle désire acquérir ses actions un quelconque (*any*) actionnaire dissident ». De fait, elle n'y est pas obligée. Il en résulte que, contrairement à l'offre principale qui doit être faite à tous les actionnaires extérieurs, et contrairement surtout à la procédure inverse de l'article 209 (2) qui permet à chaque dissident d'obliger la société offrante d'acquérir leurs titres, la notification préparant une expropriation peut fort bien n'être adressée qu'à un actionnaire.

La conséquence est simple. Les actionnaires dissidents non notifiés par la société offrante ne pourront pas solliciter d'une Cour une quelconque intervention. Ils seront contraints de rester dans la société.

Comme la société ne pourra pas non plus les exproprier, la situation ne serait délicate que si les actionnaires étaient ainsi bloqués dans une société où leur situation de minoritaires les rendrait très vulnérables à des pressions de la part de la société offrante. Mais ils disposent depuis 1948 d'une procédure inverse d'acquisition forcée, si bien que le problème ne se pose plus que dans la mesure où ils auront alors à prendre l'initiative des mouvements. Initiative d'autant plus aléatoire que la société offrante ayant obtenu ce qu'elle désirait se désintéressera certainement d'eux.

Parallèlement, tous les actionnaires notifiés qui ont décidé de se pourvoir devant une Cour pour faire échec au projet de la société offrante ne sont pas susceptibles de réussir s'ils effectuent leur demande

en dehors du mois qui leur est imparti (10), ou si la Cour ne rend pas en leur faveur un arrêt d'interdiction. Sur ces points l'attitude des tribunaux est telle que leur succès dépendra essentiellement de l'ampleur de leur solidarité.

### B. — L'attitude des tribunaux.

La protection judiciaire des actionnaires minoritaires constitue en soi une question dont l'importance dans la procédure d'offre mérite l'étude particulière que nous lui consacrerons ailleurs (11). Quelques remarques feront ici apparaître qu'il n'y aura de décision favorable que dans la mesure où les actionnaires dissidents auront pu se regrouper et porter ensemble le débat devant la Justice.

Si l'on se reporte à la première et pourtant récente décision dans laquelle un actionnaire obtenait gain de cause (12), on peut admettre que l'attitude des tribunaux face à une demande d'intervention comporte deux aspects :

1° Il résulte de la rédaction de l'article que c'est à l'actionnaire demandeur de « démontrer que la Cour devrait exercer sa discrétion à ordonner autrement ». L'actionnaire a donc la charge de prouver, preuve difficile s'il en est, qu'une expropriation n'est pas souhaitable.

2° Sauf dans des « circonstances spéciales », une Cour rejettera sa demande, car « apparemment (*prima facie*) l'acceptation du projet par une si large majorité est une forte (*strong*) indication de sa valeur (*fairness*) », et dès lors, la Cour « sera réticente (*reluctant*) à opposer sa conception de la valeur du projet à l'opinion d'une très large majorité des actionnaires.

Autrement dit, et selon une expression célèbre Outre-Manche, l'actionnaire dissident qui s'oppose à son expropriation aura à démontrer qu'« étant le seul homme du régiment marchant à contretemps, il est le seul dont les vues doivent prévaloir ». On voit qu'il existe une sorte de *présomption* défavorable et reposant sur l'approbation « écrasante » des détenteurs de 90 % des titres visés dans l'offre. En face de cette présomption l'actionnaire solitaire aura comme seul argument de démontrer l'existence de circonstances qui, ayant faussé le jeu des acceptations initiales, rendent maintenant l'offre « *unfair* », et dangereux tout projet d'expropriation.

(10) Deux mois dans le régime proposé par la Commission Jenkins, Rec., 294 (1) (*iv*). En Australie, dans le plus long des deux délais suivants : *a*) un mois à compter de la notification, *b*) sept jours à compter de l'envoi de la liste des dissidents prévue à l'art. 185 (3). Art. 185 (1) *in fine*.

(11) III[e] part., chap. 3.

(12) Re Bugle Press/1961 Ch. 270.

L'examen de ces « circonstances spéciales » libératrices s'inscrit alors dans ce cadre général de la *protection des actionnaires* lors d'une O.P.C., dont la procédure d'expropriation n'est que l'un des aspects et que nous considérerons ailleurs dans son ensemble, mais il apparaît justement que si la justification de l'expropriation repose sur l'approbation quasi unanime de l'offre initiale, qui laisserait présumer sa valeur intrinsèque, un regroupement éventuel des actionnaires dissidents dans une association de défense sera un élément de poids pour contredire cette présomption. Pour reprendre l'image précédente, les actionnaires dissidents groupés pourront démontrer que si un homme seul peut être à contretemps dans la marche du régiment, une section risque moins de l'être.

### C. — Les associations de défense.

Elles n'apparaissent bien organisées qu'en Australie où la société offrante doit communiquer à chaque actionnaire qui en fait la demande expresse le nom et l'adresse de tous les autres dissidents.

Dans les autres législations, la réunion d'un groupement de défense est laissée à l'initiative de quelques actionnaires dynamiques ou surtout inquiets. Mais une telle initiative se heurtera le plus souvent à l'ignorance mutuelle des minoritaires, à la difficulté certaine de se faire livrer par une majorité, maintenant hostile, la liste des actionnaires dissidents (13), à l'indifférence de beaucoup. Quoiqu'il en soit, l'utilité d'une association est indéniable d'autant plus qu'un tribunal ne pourra éventuellement secourir que ceux d'entre les minoritaires qui auront sollicité son secours, sa décision n'ayant dans tous les cas qu'un caractère individuel.

L'association se constitue généralement par lettre, par un avis inséré comme en Australie ou en Afrique du Sud dans la Presse quotidienne ou spécialisée qui pourra prendre la forme suivante :

(13) Aucune disposition légale ne l'y oblige et la seule communication de la liste des actionnaires ne renseignera pas les dissidents.

FREE STATE SAAIPLAAS GOLD MINING COMPANY Ltd

ASSOCIATION D'ACTIONNAIRES

1. Le 17 janvier la PRESIDENT BRAND GOLD MINING COMPANY Ltd a informé conformément à l'article 103 (*ter*) du Companies Act de son intention d'exproprier les actions de la FREE STATE SAAIPLAAS.
2. Les détenteurs de plus de 5.600.000 des actions d'origine (dont 500.000 titres consolidés) de la FREE STATE SAAIPLAAS ont *rejeté* l'offre de la PRESIDENT BRAND. Ceci représente plus de 50 % des actionnaires minoritaires existants.
3. Les membres de la présente association se sont pourvus en justice, conformément au Companies Act, pour obtenir le droit de rester dans la société.
4. *La Cour ne peut accorder ce droit qu'aux actionnaires qui en ont fait la demande.*
5. Les actionnaires qui désirent se regrouper pour l'obtenir doivent prendre contact avec les soussignés *immédiatement.*

H. B. SAMMEL.

Incorporated Company Consultants (Pty) Ltd
131 - Maritime House
Loveday Street
JOHANNESBURG
Tel. 838-6696/7
19 janvier 1966 (14).

Si la Cour rejette les objections et la demande des dissidents, ou si certains n'ont pas réagi à temps dans les délais impartis, la société offrante pourra procéder à l'expropriation.

## SECTION 3

## L'EXPROPRIATION

Dans sa dernière phrase l'article 209 (1) stipule que « la société cessionnaire sera fondée et tenue (*entitled and bound*) d'acquérir ces actions dans les termes auxquels, conformément au projet ou contrat, les actions des actionnaires acceptants doivent être transférées à la société cessionnaire ». La société offrante « cessionnaire » sera ainsi légalement autorisée à exiger un transfert de ses titres que l'actionnaire dissident aurait eu autrement toutes les raisons de refu-

(14) Source : South African Financial Gazette, 20-1-1966. L'article 103 (*ter*) C.A. 1926 est l'homologue de l'article 209 britannique.

ser. L'acquisition effective ou selon l'expression en usage, la « cession forcée » des titres restants des actionnaires dissidents va ainsi conférer à la société offrante la propriété de la totalité du capital de la société destinataire de l'offre initiale.

Ce transfert forcé comportera en pratique deux phases : le *transfert* proprement dit (A) sera suivi du *paiement* de la contrepartie (B) lequel soulève quelques *problèmes* lorsque des actionnaires en réalité indifférents ne se sont pas manifestés (C).

### A. — Le transfert des titres restants.

Conformément aux dispositions de l'article 209 (3) la société offrante « cessionnaire » transmettra, dès l'expiration des délais prévus, à la société destinataire « cédante » :

1° Une copie de l'avis notifiant les dissidents de son intention de les exproprier;

2° Un « instrument de transfert », c'est-à-dire un acte matérialisant le transfert proposé en sa faveur. Cet acte sera signé, pour le compte de l'actionnaire dissident par toute personne désignée par la société cessionnaire-offrante et pour son propre compte par elle-même en la personne de son représentant légal autorisé.

Parallèlement, la société destinataire inscrira la société offrante sur ses registres comme le détenteur légal de ces titres.

Le transfert des titres s'opère ainsi *sans jamais* que l'actionnaire, pourtant intéressé au premier chef, n'intervienne, puisqu'une personne désignée par l'offreur signera pour son compte. Ceci donne à la procédure une efficacité redoutable. L'expression impérative de l'alinéa 3 de l'article ne laisse d'ailleurs pas à la société cédante de s'opposer à l'inscription de la société offrante sur ses registres, tandis qu'elle devra émettre de nouveaux certificats au nom de cette dernière, les premiers étant purement et simplement annulés.

### B. — Le paiement de la « considération »

Parallèlement à ce transfert forcé, la société offrante mettra à la disposition de l'autre société les sommes correspondant au prix d'acquisition des titres ou toute autre contrepartie payable par elle aux termes de l'offre initiale, à charge pour la société, qui la recevra « en trust » pour eux, d'en remettre le montant à ses actionnaires minoritaires.

Si un choix était prévu dans l'offre et proposé aux actionnaires destinataires entre un paiement en numéraire et des titres de la

société offrante, l'actionnaire dissident devra naturellement et également bénéficier d'une telle alternative. Il devra exercer son choix avant une date limite fixée dans l'offre initiale ou dans l'avis lui notifiant les intentions de l'offreur heureux (15).

La détention en « trust » de la contrepartie remise pose cependant certains problèmes lorsque les actionnaires dissidents ne se manifestant pas, la société se voit contrainte de conserver les contreparties pendant une longue durée.

### C. — La détention « en trust ».

L'article 209 (4) qui prévoit que la contrepartie sera détenue « en trust » par la société destinataire pour le compte des actionnaires dissidents, ne précise pas la nature et les conditions d'exécution du contrat de trust (16). La société destinataire, constituée comme *trustee*, et donc considérée comme propriétaire des titres éventuellement remis en paiement, est tout d'abord dans une situation particulière dans la mesure où, la société détenant alors des actions dans sa société mère, se trouve dans l'un des rares cas où une participation croisée est admise (17). Elle pourra par exemple exercer les droits de vote attachés aux actions tant que les dissidents ne se seront pas manifestés.

Si des actionnaires « bénéficiaires » du trust ne peuvent pas être joints parce qu'ils ont disparu ou pour toute autre raison, la société destinataire aura inévitablement à conserver des sommes ou les dividendes successifs des titres remis pendant une durée plus ou moins longue, éventuellement à perpétuité. Et si, ce qui malgré tout arrive relativement fréquemment quelque temps après une O.P.C. complète, la société est finalement dissoute, il sera nécessaire de constituer de nouveaux *trustees*. Cette perspective est souvent envisagée dès l'origine, mais on peut se demander si, malgré les termes apparemment précis de l'article, il ne serait pas préférable de prévoir la remise de

(15) La Cour n'est pas obligée d'accepter les termes fixés par la société offrante (Re Castner Keller Alcadi C° Ltd/1930 2 Ch 349), mais elle ne pourra varier les termes de l'expropriation si elle en accepte le principe (Re Evertite Locknuts Ltd/1945/Ch 220, à la différence du régime symétrique du paragraphe (2). Cf. chap. 6.

(16) Dans ce contrat, la contrepartie est versée par la société cessionnaire (*settlor*) à la société cédante-destinataire (*trustee*) pour le compte de chaque dissident (*beneficiary*). Il n'existe pas de définition de cette institution célèbre mais en définitive mal connue. MAITLAND cité par R. DAVID, *Le droit anglais*, 1965, p. 109, explique : « Lorsqu'une personne a des droits qu'elle est tenue d'exercer dans l'intérêt d'une autre ou pour l'accomplissement d'un objet spécial donné, on dit que cette personne a les droits en question en *trust* pour toute personne ou pour l'objet en cause et on l'appelle *trustee*. »

(17) L'interdiction découle de l'art. 27 (2°) C.A., 1948, et sur la question C.L.C., Rep., 151 s.

la contrepartie à des personnes extérieures, banques ou sociétés agissant comme sequestres spécialisés. Sur cette question les opinions divergent à l'infini. On notera que le droit australien, très réaliste, dispose que toute contrepartie en titres non réclamée au bout de deux ans, sera remise à l'Etat, lequel pourra en disposer à sa guise notamment en vendant les titres (18).

Avec les quelques retouches nécessaires pour harmoniser le fonctionnement du trust conservant la contrepartie remise aux actionnaires dissidents, la mise en œuvre de la procédure d'expropriation de l'article 209 (1) ou des articles similaires ailleurs donne à la société offrante un moyen exceptionnel de parvenir à la concentration désirée et commencée avec l'O.P.C. Simultanément la procédure d'acquisition forcée de l'article 209 (2) vient compléter cette première initiative au profit cette fois des actionnaires dissidents eux-mêmes.

(18) « Devra » au bout de dix ans, art. 185 (7) (8).

## CHAPITRE 6

# *L'ACQUISITION FORCEE DES ACTIONS RESTANTES PAR LA SOCIETE OFFREUSE*

[art. 209] (2)

---

Jusqu'ici, il a été supposé que la société offrante désirait s'approprier la totalité du capital de la société destinataire, ce qu'elle achevait de réaliser par une expropriation complémentaire des quelques dissidents à ses projets. La supposition inverse, d'une société qui, disposant d'une majorité déterminante en faveur de ses vues, s'en contente et ignore ses minoritaires, est cependant tout aussi valable et vraisemblable. La présence d'une petite minorité de dissidents n'empêchera pas la nouvelle filiale de prendre l'orientation que la société offrante désire pour son activité. Aucune obligation légale n'impose enfin, à cette société une telle expropriation tout comme aucune disposition ne la contraint à solliciter, si elle le désire, tous les actionnaires dissidents, plutôt que quelques-uns.

A l'opposé d'une situation ainsi très favorable pour la société offrante, la position de l'actionnaire minoritaire dans une société dont le contrôle a changé de mains n'a rien d'enviable et peut même devenir délicate s'il s'est réellement montré « dissident ».

Le régime de l'article 155 du C. A. de 1929 ne donnait aux minoritaires inquiets que l'alternative de céder leurs titres sur le marché, et aux conditions désirées en fait par l'offreur, ou de rester bloqués dans leur société, la Commission Cohen, qui, en 1947, s'attachait à refondre la procédure, s'accordait à reconnaître que leur position pouvait être « tout sauf satisfaisante ». Elle décidait alors d'ajouter dans un second paragraphe de l'article 209 un « *droit d'être acquis* » (*right*

*to be bought out*) par la société offrante à côté du droit d'exproprier reconnu à cette dernière (1).

Aux termes de cette réforme, adoptée rapidement par les autres pays, tout actionnaire qui n'a pas accepté l'offre initiale d'absorption de sa société, peut obliger celle-ci, *a posteriori*, à acquérir ses titres dans les termes financiers de l'offre ou dans ceux que voudra bien accorder un tribunal sollicité. Forcée à son tour à acquérir, comme dans le cas précédent l'actionnaire l'était à céder ses titres, la société offrante restitue ainsi à l'individu isolé quelques-uns des avantages immenses que l'offre lui concédait.

Assez proche dans son esprit de la procédure d'expropriation dont elle est ainsi le symétrique, la possibilité d'obliger la société offrante à acquérir des titres minoritaires restants est cependant aussi libéralement ouverte à l'actionnaire non-acceptant que l'expropriation des actionnaires dissidents était freinée. Cette différence fondamentale se retrouve tant dans les *conditions* de mise en œuvre de la procédure (section 1) que dans les *modalités* de l'acquisition forcée (section 2), qu'enfin dans la canalisation des *réactions* de la société « cessionnaire » (section 3).

## Section 1

## LES CONDITIONS DE MISE EN ŒUVRE

Dans des termes très proches de ceux de l'article 209 (1), le paragraphe (2) stipule que : « Lorsque, en conformité d'un projet ou contrat comme susdit (2) des actions d'une société sont transférées à une autre ou à son représentant et (que) ces actions considérées en même temps que toute action de la société détenue par la société cessionnaire ou sa filiale ou leur représentant, comprennent ou incluent les neuf-dixièmes en valeur des actions de cette société ou d'une catégorie de ses actions... », la société cessionnaire devra aviser de ce fait les actionnaires « qui n'ont pas approuvé le projet ou contrat », et ceux-ci pourront dans un second temps mettre à leur tour la société cessionnaire en demeure de prendre leurs titres.

La mise en œuvre de la procédure symétrique suppose donc la satisfaction préalable de trois conditions : que la société offreuse « cessionnaire » *détienne* 90 % du capital destinataire (A) à la suite d'un « *projet ou contrat* » (B) et qu'elle *avise* de cette situation les actionnaires « qui n'ont pas approuvé » ce projet (C).

(1) L'expression est de la Commission Jenkins. C.L.C., Rep., 285.
(2) C'est-à-dire comme explicité dans le paragraphe 1er.

### A. — La détention par la société offreuse de 90 % du capital de la société destinataire.

Dans le cas précédent, l'offre initiale devait avoir été acceptée par une majorité « écrasante » des actionnaires Cette fois, l'optique est inverse, car ce qui matérialisait là une approbation des vues de l'offreur, indique ici un danger pressant pour quelques actionnaires. Ce fait que la quasi-totalité des titres de sa société aient changé de main les laisse isolés.

Dans le cas présent l'acquisition peut dès lors être imposée par l'actionnaire minoritaire dès que la société offrante, déjà détentrice de titres dans la société destinataire, devient propriétaire des 90 % considérés du capital de cette société, et ce pourcentage sera obtenu en ajoutant les titres qui lui sont transférés à la suite d'un « projet ou contrat » à ceux qu'elle possédait auparavant par elle-même ou un allié de son groupe. Autrement dit, le droit « à être acquis » du paragraphe (2) de l'article 209 naît dès lors que la société offrante *détient* 90 % du capital recherché alors que le droit d'exproprier du paragraphe (1) dépend de l'*acquisition* de ces 90 % dans l'offre envisagée.

L'acquisition forcée est ainsi, et assez naturellement, conférée de manière plus large que la cession forcée. Les législateurs ont entendu protéger un actionnaire opposant pris dans une situation *objectivement* délicate (la détention extérieure de 90 % du capital) par rapport à une société qui ne doit pouvoir être aidée par la Loi que dans une situation *subjectivement* favorable (l'approbation d'une offre par les détenteurs de 90 % des titres alors visés).

Il faut, d'autre part, que ce pourcentage ait été atteint à la suite d'un « projet ou contrat ».

### B. — L'existence d'un « projet ou contrat ».

Les intentions de la Commission Cohen en introduisant une procédure symétrique avaient certainement été d'en circonscrire le jeu aux hypothèses où les transferts qui font aboutir la participation de la société offrante au seuil fixé sont la conséquence d'une O.P.C. bien accueillie (3). L'imprécision de l'expression : « à la suite d'un projet ou contrat » (*in pursuance of a scheme or contract*) contribue cependant à déborder le cadre strict d'une offre pour permettre à un actionnaire d'insister pour que ses titres soient acquis dans

(3) Les recommandations de la Commission Jenkins sur la procédure s'inscrivent ainsi à la suite, et dans le cadre, de la réforme des O.P.C. — C.L.C., 294 (1).

toutes les hypothèses où une société majoritaire devient propriétaire de 90 % du capital de sa société. Ainsi lorsque les actions qui ont permis de déboucher sur ce seuil ont été acquises sur le marché après l'O.P.C. ou pendant son déroulement cet achat (idéalement réduit à une action) constitue bien un « contrat impliquant le transfert d'actions... d'une société... à une autre ». Le champ d'action des dissidents s'élargit ainsi considérablement (4).

Quoiqu'il en soit, la société qui vient ainsi à détenir 90 % en valeur des titres d'une autre société doit en avertir rapidement l'ensemble des actionnaires encore indépendants.

### C. — L'avis de détention de 90 % du capital.

Toujours en analysant le texte : « *a*) la société cessionnaire devra dans (le délai d') un mois (à compter) de la date du transfert, à moins que lors d'un transfert précédent en exécution du projet ou contrat elle ait déjà rempli ces conditions, notifier ce fait de la manière prescrite, les détenteurs des actions restantes... qui n'ont pas donné leur assentiment au projet ou contrat » (5).

A la différence de l'avis d'expropriation, l'avis de détention des 90 % est adressé *obligatoirement* (*shall*) à tous les actionnaires restants, que ceux-ci aient refusé expressément (*dissenting*) l'offre ou plus généralement qu'ils ne l'aient pas acceptée pour toute autre raison. Cet avis, qui se retrouve dans toutes les législations, est le suivant en Grande-Bretagne (6) :

THE COMPANIES ACT, 1948

*Avis aux actionnaires Non-Approuvants*
*En exécution de l'article* 209 (2)

A propos de (*a*) ..... Limitée
(ci-après dénommée « la société cédante »)
Avis de (*b*) ..... Limitée
(ci-après dénommée « la société cessionnaire »)
A (*c*) .....
.....
.....

(4) L'expression est plus gênante qu'utile car si le mot contrat suppose effectivement la possibilité d'une ouverture de la procédure à la suite d'achats en Bourse, par exemple, les tribunaux concentrent leur intérêt sur le « projet » bien plus que sur le « contrat » et il est clair que la Commission entend réserver l'usage de la procédure aux suites d'une O.P.C. De là une proposition de refonte complète, C.L.C., Rep., 293.

(5) Sur les difficultés de détermination du « transfert » à prendre en considération, autre exemple de rédaction « interprétable », cf. WEINBERG, cit., 1448.

(6) Form 110 A (Comp. Forms Order, 1957). En Australie, la Form 53. En Nouvelle-Zélande, la Form 9.

CONSIDERANT qu'en exécution d'un projet ou contrat impliquant le transfert des actions (*d*) ..... de la société cédante, certaines actions ont été transférées le ..... jour de ..... 19.. à la société cessionnaire ou à son représentant.

DES LORS, la société cessionnaire en exécution du paragraphe (2) de l'article 209 du Companies Act, 1948 vous notifie par la présente que ces actions en même temps que toutes autres actions (*d*) ..... de la société cédant qui étaient détenues pas, ou par un représentant pour elle, la société cessionnaire ou sa filiale à ladite date, comprennent ou incluenf neuf-dixièmes en valeur de toutes les actions (*d*) ..... de la société cédante.

ET DE PLUS, soyez avisé que vous pouvez dans les trois mois de la notification de cet avis notifier que vous requerrez la société cessionnaire d'acquérir votre participation des actions (*d*) ..... de la société cédante, et que si vous adressez cet avis la société cessionnaire sera fondée et tenue d'acquérir ces actions dans les termes auxquels, en conséquence du projet ou contrat, les actions des actionnaires approuvants lui furent transférées, ou dans tous autres termes qui pourront être convenus ou qu'une Cour, sur demande soit de la société cessionnaire, soit de vous-même, estime opportun d'ordonner.

Signature .....
pour (*b*) .....
(précisez si administrateur ou secrétaire).

Daté ce ..... jour de ..... 19..

(*a*) Nom de la société cédante.

(*b*) Nom de la société cessionnaire.

(*c*) Nom(s) et adresse(s) des actionnaire(s) non-approuvants.

(*d*) Si l'offre est limitée à une certaine catégorie d'actionnaires, précisez cette catégorie avec une description.

**Recevant cet avis (7), l'actionnaire minoritaire dispose alors à son tour d'un certain délai pour décider s'il entend obliger la société offrante à acquérir ses titres.**

## Section 2

## LES MODALITES DE L'ACQUISITION FORCEE

**Dans ces conditions : « N'importe lequel de ces détenteurs peut, dans les trois mois de la notification qui lui a été faite, requérir la société cessionnaire qu'elle acquiert les actions en question » (8). La**

(7) La C.L.C. en suggère l'envoi dès que la société a reçu les 90 % d'acceptations en en combinant le jeu avec l'avis débutant la procédure du paragraphe (1). Cf. chap. précédent. C.L.C., Rec., 294 (1) (*ix*).

(8) C.L.C. réduit ce délai à deux mois. C.L.C., Rec., 294 (1) (*x*).

***mise en demeure*** (A) est normalement suivie de l'*acquisition* forcée (B).

### A. — La mise en demeure d'acquérir.

Cette requête adressée par tout actionnaire non-acceptant qui le désire, est ainsi disposée en Grande-Bretagne (9) :

THE COMPANIES ACT, 1948

*Avis des actionnaires non-approuvants*
*à la société cessionnaire*
*En exécution de l'article* 209 (2)

A propos de (*a*) ..... Limitée
(ci-dessous dénommée « la société cédante »)

Avis de (*b*) .....
.....
.....

A (*c*) ..... Limitée
(ci-dessous dénommée « la société cessionnaire »).

CONSIDERANT que le ..... jour de ..... 19.., (*c*) .....
m'a/nous a notifié que le jour de ..... 19.. en raison du transfert ce jour des actions (*d*) ..... de la société cédante à la société cessionnaire, les actions ainsi transférées en même temps que d'autres actions (*d*) ..... de la société cédante détenues par, ou par un représentant pour elle, la société cessionnaire ou sa filiale, à la date du transfert comprenait ou incluait neuf-dixièmes en valeur de toutes les actions (*d*) ..... de la société cédante.

MAINTENANT moi/nous le(s)dit(s) ..... (*b*) .....
étant détenteur(s) de ..... actions de la société cédante informe/ons, en conformité des dispositions du paragraphe (2) de l'article 209 du C. A., 1948 la société cessionnaire que je/nous la requère/ons d'acquérir lesdites actions que je/nous détiens/ons.
Daté ce ..... jour de ..... 19..

Signature .....

NOTE

Lorsqu'un actionnaire a ainsi avisé la société cessionnaire, celle-ci sera fondée et tenue d'acquérir les actions dans les termes du projet ou contrat ou dans tout autre terme agréés (d'un commun accord) ou dans les termes que la Cour, sur demande de l'une ou l'autre des parties, pourra déterminer.

Cette manière de procéder n'est pas sans risques. A côté du fait que l'avis peut, dans certains cas, être adressé en même temps que

(9) Form 100 B.

l'un des avis de la procédure d'expropriation, la difficulté réside dans l'absence de toute sanction pouvant contraindre la société à adresser cet avis dans le délai prescrit. L'actionnaire, malgré tout, n'est pas sans armes et il pourra solliciter d'une Cour une injonction ordonnant à la société d'avoir à prendre ses actions une fois que le délai sera expiré sans que celle-ci se soit manifestée (10).

Suit normalement l'acquisition proprement dite.

### B. — L'acquisition forcée.

Finalement la société offrante sera, selon l'expression sibylline de l'article, « fondée et tenue » d'acquérir les actions de celui ou de ceux des minoritaires dissidents qui, en fin de compte, l'en auront requis (11).

La nouveauté est que cette acquisition ne se fera pas obligatoirement, comme c'était le cas dans la procédure d'expropriation, dans les mêmes termes financiers : *a*) pour tous les non-acceptants, *b*) entre les actionnaires ayant accepté l'offre initiale. En effet l'acquisition peut être imposée soit dans les termes proposés dans le « projet ou contrat » qui a dégagé la majorité-seuil de la procédure, soit dans ceux qui auront pu être décidés dans un accord amiable ou dans une décision de justice.

Malgré l'apparence on ne peut considérer que le principe de l'égalité entre les actionnaires soit battu en brèche. De fait la Cour, sollicitée normalement par les dissidents ne modifiera les termes de l'acquisition en leur faveur que lorsqu'ils auront établi avec certitude (*affirmatively established*) qu'en dépit d'une approbation massive des actionnaires l'offre initiale était « *unfair* » (12).

On constatera que l'article 209 (2) ne prévoit aucune disposition, parallèle à celle des paragraphes (3) et (4) pour les formalités matérielles du transfert des titres restants. Tout au plus peut-on supposer que la Cour, sollicitée pour une modification de la contrepartie proposée, imposera ses modalités, ou les dispositions de transfert prévues dans l'offre initiale.

Le problème délicat de cette procédure symétrique de la procédure d'expropriation tient à la situation inversée de la société offrante, non plus contraignante, mais contrainte.

(10) Art. 209 (2) (*b*).

(11) Autre exemple d'incertitude. Il faut naturellement, malgré la répétition dans les deux procédures, comprendre que la société est fondée à exproprier et tenue d'acquérir.

(12) Re Evertite Locknuts Ltd/1945/Ch 220. La preuve en est cependant passablement délicate à apporter. Cf. III[e] part., chap. 3.

## Section 3

## L'ATTITUDE DE LA SOCIETE OFFRANTE CESSIONNAIRE FORCEE

Pas plus que l'actionnaire dissident n'acceptera aisément son expropriation, la société offrante n'envisagera favorablement d'être contrainte à acquérir des titres qu'elle aurait pu peut-être prendre mais dont elle n'a pas voulu. Si les deux situations sont naturellement distinguables, des incertitudes demeurent quant à l'acquisition forcée de titres de *catégories différentes* (A), et quant au droit général de *contestation* de la société (B).

### A. — L'acquisition de titres de catégories différentes.

Quoique, là non plus, telle n'ait probablement pas été l'intention des rapporteurs de la Commission Cohen qui l'introduisaient, le droit des minoritaires est susceptible de naître dans deux hypothèses très défavorables à la société offrante lorsque le capital de la société destinataire était un capital divisé en plusieurs catégories de titres.

1° Tel qu'il est rédigé, le deuxième paragraphe joue, apparemment à la fois quand la société offrante recueille des transferts lui conférant la propriété de 90 % des titres dans chaque catégorie, et quand elle se trouve détenir 90 % du capital total de la société destinataire. Or dans ce dernier cas la société offrante peut fort bien s'être désintéressée de certains actionnaires, ne vouloir aucune action d'une catégorie et malgré tout être contrainte à leur acquisition (13).

2° D'autre part, on peut considérer que l'expression « actionnaires qui n'ont pas approuvé le projet ou contrat » vise aussi bien des actionnaires non touchés par l'offre qui écartait une catégorie déterminée des titres comme des actionnaires qui, touchés, n'ont pas accepté ou ont refusé.

Dans les deux cas, proches en pratique, il faut attendre les recommandations récentes de la Commission Jenkins pour voir restreindre le bénéfice de la procédure aux minoritaires qui le sont devenus à la suite d'une O.P.C. complète. Dans ce cas, en effet, l'offre a dû être distincte pour chaque catégorie de titres et les a ainsi obligatoirement touchés (14).

(13) Par exemple si les actionnaires n'ont pas de droit de vote.
(14) C.L.C., Rec., 294 (1) (*ii*).

La société qui reçoit un avis d'un, de plusieurs, ou de tous les actionnaires « non-acceptants », ne peut pas contester le principe de l'acquisition forcée. Mais elle peut discuter le bien-fondé d'un prix devant un tribunal.

### B. — Le droit de contestation.

La société qui a déjà une participation importante dans le capital d'une autre, proche de 90 %, doit, si elle considère d'autres achats. *envisager* la sorte de chantage susceptible de provenir d'éventuels minoritaires soucieux d'obtenir un prix avantageux pour leurs titres.

Mais là, également, le droit d'une société de refuser une éventuelle acquisition de titres dans des conditions qu'elle ne désire pas, doit être limité. Autant il est juste que la société puisse se pourvoir devant une Cour pour voir réduire des prétentions injustifiées de quelques opposants à une fusion intéressante, autant il est juste que des minoritaires ne soient pas bloqués par les manœuvres d'une société s'ingéniant à éviter la mise en œuvre de leurs droits.

C'est dans cet esprit qu'il faut comprendre la proposition de la Commission Jenkins demandant que l'on prenne en compte toutes les actions d'un même groupe, et pas seulement celles de la société « offrante », sa filiale ou leur représentant pour décider si la société peut se voir imposer une acquisition des titres restants.

*
**

Dans une certaine mesure, la procédure d'acquisition forcée de l'article 209 (2) se rapproche des dispositions nouvelles de la procédure d'offre proprement dite aux termes desquelles (15) les actionnaires hésitant à accepter une offre complète disposent d'un délai de *remords* à la clôture pour « exiger de l'offreur qu'il prenne leurs titres au prix d'offre ». Un tel rapprochement est fait expressément par la Commission qui suppose justement que la situation des dissidents est en pratique délicate dans une infinité d'autres cas que ceux prévus dans l'article 209, simplement parce que la société offrante détient une majorité du capital d'une autre société.

Quoi qu'il en soit, cette possibilité donnée à un actionnaire opposant d'exiger une acquisition de ses titres, tout comme les « droits de remords » constituent d'excellents exemples des préoccupations contemporaines des législateurs anglo-saxons.

Lorsqu'elle éclata, « l'affaire Courtaulds » devait leur en donner bien d'autres. Cette opération spectaculaire devait, en tout cas, être à la source de mainte réforme de la procédure d'offre.

(15) C.L.C., Rec. 294 (1) (*iii*). City Code, parag. 22.

TITRE TROISIEME

# L'AFFAIRE COURTAULDS

C'est un coup de téléphone anonyme qui ouvrit et un service religieux d'actions de grâce qui vint clore ce que le président de Courtaulds devait appelér « ce chapitre malheureux » de la vie des deux grandes sociétés; une affaire célèbre qui, trois mois durant, de décembre 1961 à mars 1962, fit jaillir à la lumière la plus importante (elle devait porter sur 180 millions de livres, 2,5 milliards de francs) et la plus spectaculaire des O.P.C. que l'histoire industrielle de la Grande-Bretagne ait jamais connues.

Dévoilée sans aucune cérémonie, de tels assauts y furent donnés, de telles vérités révélées que l'Opinion s'émut, la Presse s'ébranla, le Parlement se divisa, tant et si bien que tous débouchèrent de cet épisode mouvementé avec un arrière-goût d'inquiétude sur les vertus de la technique qui l'avait fait surgir.

Si par le passé les Français ont montré peu d'intérêt pour les grandes batailles qui remuaient périodiquement la Cité (qu'il s'agisse de la « guerre » de l'Aluminium, de la mainmise de C. King sur la Presse, des Imperial Tobaccos sur les Tabacs, de C. Clore sur un peu tout), la tentative d'absorption du premier groupe textile par le premier groupe chimique britanniques restera cependant celle qui aura éveillé l'attention sur les secrets de l'O.P.C.

A plus d'un égard, cette tentative en préfigure, et d'une façon étonnante, une autre plus connue celle-ci : la tentative de prise de contrôle de St-Gobain par Boussois-Souchon-Neuvesel en janvier 1969. On peut rêver aux leçons que l'on aurait pu tirer de la première. Les vieilles gens disent que l'histoire est un recommencement.

Quoiqu'il en soit, c'est l'histoire de cette première tentative, exemplaire à plus d'un titre qu'il convient, en conclusion, d'esquisser.

## CHAPITRE 7

# *L'OFFRE DE PRISE DE CONTROLE DE COURTAULDS PAR LES I.C.I. DE 1962*

Si l'un comme l'autre étaient parfaitement indépendants, les deux géants devaient un jour ou l'autre se heurter. Possédant déjà une masse d'intérêts communs dans le domaine de la chimie des textiles artificiels, tous deux étaient surtout « *merger minded* », « concentrationnaires » et depuis leurs débuts avant la première guerre mondiale avaient mené avec une saine continuité une existence, selon une expression (1), de « *boa constrictor* » aux dépens de petites ou moyennes entreprises locales ou familiales (2).

Mais peut-être une entreprise de cette sorte ne serait-elle jamais née, avec cette ampleur, n'eût été l'arrivée au pouvoir suprême des Imperial Chemical Industries d'un homme exceptionnel, « *highly ambitious, clearly sighted and schematically minded* » en la personne de son président Paul Chambers (3). Il ne manquait à celui-ci qu'un motif : l'organisation du marché britannique des peintures le fournit.

(1) Cette étude a été faite d'après la Presse de l'époque, notamment : *Statist*, 9-2-62 - *New Statesman*, 12-1-62 - *Banker*, avr. 62 - *Cartel*, 1962 (2 et 3) - *The Economist*, déc. 61 à mars 62, et enfin *The Observer*, 18-3 à 1-4-62 dont le meilleur compte rendu d'atmosphère est dû à R. Jenkins qui deviendra ministre de l'Intérieur du gouvernement Wilson suivant et responsable de la Loi sur les Monopoles de 1965. Cf. III[e] part. chap. 6.

(2) I.C.I. : 113.699 employés et capital de 695 millions de Livres (2[e] après Shell) - Courtaulds : 48.000 et 192,3 millions (8[e]) d'après des chiffres de 1961 (source : A. Sampson, cit., 508). I.C.I. naît en 1926 de la réunion de cinq sociétés déjà puissantes, Courtaulds avant la première guerre mondiale ; en 1929 il ne lui reste que deux concurrentes réelles, British Celanese et British Enka qui seront absorbées par des O.P.C. en 1957 et 1962 respectivement. J. Houssiaux, « Les récentes concentrations en Grande-Bretagne », *Direction*, 1963, pp. 241-6.

(3) « Intellectuel parmi les hommes d'affaires, homme d'affaires parmi les intellectuels », P. Chambers est l'un des administrateurs britanniques de sociétés

Au cours de 1960, on s'aperçut que Courtaulds grignotait un marché qui n'était pas naturellement le sien, ce qui suggérait que l'idée d'une concurrence ouverte avec les I.C.I. (pour lesquelles ce marché constituait un fief traditionnel) ne la chagrinerait pas. Des négociations secrètes mais amicales et fondées sur un réel désir de compromis commencèrent donc et progressèrent tout au long de 1961. En réalité, si les dirigeants de Courtaulds ne s'inquiétaient pas, les pressions de P. Chambers indiquaient un souci de pousser plus loin et d'aboutir dans un vaste mouvement à la concentration parfaite des textiles de synthèse britanniques. Il apparaissait visiblement que l'homme n'attendait qu'une occasion pour brusquer les choses. Une décision interne des administrateurs de Courtaulds devait mettre le feu aux poudres et donner le prétexte.

Le 2 décembre 1961, la société annonçait que dans le « cadre d'une promotion des ouvriers et employés du groupe » les dividendes intérimaires seraient pour l'année réduits de un penny par action (4). Une telle politique annonçant d'autres restrictions ne pouvait qu'indisposer les actionnaires et leur faire considérer l'avenir avec inquiétude. En tout cas, les titres de la société — qui avaient déjà perdu 15 shillings dans le semestre précédent — en reperdaient d'un coup 5 et 10 d 1/2. La société, traditionnellement peu sensible à l'opinion de ses actionnaires, devenait vulnérable.

P. Chambers saisit l'incident au vol. Désireux de contraindre les dirigeants de Courtaulds, et notamment le nouveau président sir Alan Wilson, à préciser leurs intentions, il les invita à un dîner, demeuré célèbre, au *Savoy Hotel* de Londres où il leur proposa tout simplement de fondre les deux groupes en échangeant 10 actions ordinaires Courtaulds contre 7 identiques I.C.I., au moyen d'une offre amiable et « recommandée » d'acquisition des titres Courtaulds. Le projet serait annoncé le 1er janvier pour couper court aux spéculations.

A cette nouvelle de taille, il n'apparaît pas que les administrateurs de Courtaulds se soient opposé par principe. On contestait plutôt l'insuffisance des propositions. Le *coup de théâtre du* 18 *décembre* les surprit (5) (section 1), la *bataille* étonnante qui s'ensuivit troubla

les plus étonnants et actifs de Grande-Bretagne. Il figure parmi le « petit groupe de corsaires » que fustigera Lord Attlee à la Chambre des Lords dans un débat sur les concentrations (SAMPSON, cit., 474). On cite de lui (même réf.) ce mot : « L'une des malédictions qui pèse sur la politique de notre pays c'est notre faiblesse sentimentale pour tout ce qui n'est pas rentable. »

(4) Les sociétés britanniques publient des rapports et prévoient des dividendes intérimaires en cours d'exercice.

(5) A l'époque où l'offre sera annoncée, Sir J. Hanbury-Williams, son président, sera à Johannesburg en vacances. Quant au successeur désigné, Sir Alan Wilson, membre de la Royal Society, il avait, dit A. SAMPSON, cit., 510, la réputation d'un « savant émérite ».

les actionnaires (section 2), les *résultats et leurs enseignements* (section 3) ne satisfirent personne et surtout pas l'opinion.

## Section 1

## LE COUP DE THEATRE

S'il ne s'était agi de deux géants de l'industrie britannique, on eût crié à l'inconscience. Chez Courtaulds où les avis, face à la proposition, étaient partagés, personne ne semblait se rendre compte qu'au cas de rejet, P. Chambers passerait outre et s'adresserait directement aux actionnaires pour leur poser brutalement le même problème. Décidant finalement de rompre les pourparlers, le Conseil suggéra prudemment (car certains commençaient à mesurer le danger) de rattraper l'erreur de décembre en annonçant la distribution d'un dividende spécial qui annulerait et dépasserait la réduction prévue.

Tandis que l'opinion publique commençait à s'interroger et que sir Alan Wilson tentait, mais sans succès, de rencontrer P. Chambers dans une entrevue de dernière minute, l'*annonce* spectaculaire que les I.C.I. offraient d'acquérir le capital de Courtaulds (A), la *temporisation* qui la suivit (B) puis une première *surenchère* (C) devaient bouleverser de manière dramatique les relations des deux sociétés.

### A. — L'offre

Après sa proposition et sentant les événements se précipiter, P. Chambers de son côté essaie de réunir ses administrateurs dispersés par le week-end. C'est alors qu'un coup de téléphone anonyme au *Daily Mail* avertit la Presse et quoique, pressé de questions, le président des I.C.I. essaie de détourner l'attention sur d'éventuels pourparlers avec Fison et Unilever, deux groupes chimiques concurrents, il est contraint malgré son goût des révélations « progressives » (6), d'annoncer que des discussions amicales sur un rapprochement des deux sociétés ont été malheureusement rompues et que le premier groupe chimique britannique se propose de tenter de prendre le contrôle du premier groupe de textiles de synthèse en offrant à chaque actionnaire Courtaulds de céder 4 de ses actions ordinaires en échange de 3 identiques I.C.I. Les termes sont « définitifs », et le

(6) Opposé en cela aux autorités du Stock-Exchange qui désirent toujours que toute information susceptible de modifier le cours des titres cotés soit annoncée clairement.

but final est une fusion (*merger*) complète des deux groupes qui permettra « de baisser les prix, améliorer la qualité, éviter le doublement des efforts, combiner les marchés, et permettra une meilleure utilisation de la recherche et des possibilités de développement et des ressources en capital ». Cette profession de foi des concentrations est enfin résumée en un mot : « économies et efficacité améliorée ».

Si la nouvelle est une révélation pour le Public, pour Courtaulds ce qui n'est pas tout à fait une surprise est pourtant une déclaration de guerre de taille. P. Chambers, d'ailleurs embarrassé, ne peut que prendre prétexte de l'absence du président de Courtaulds pour se refuser à tout commentaire, et les administrateurs de cette société, abasourdis, se bornent à « regretter l'annonce prématurée » des négociations en signalant qu'ils préparent une réponse.

I.C.I. s'apprête à lancer dans la bataille des moyens énormes, mais P. Chambers a été contraint d'admettre que les documents, d'une offre d'ailleurs déjà différente de celle qui avait été proposée au *Savoy Hotel*, ne sont pas prêts et d'autre part, avoue que son offre est faite sous la condition de l'approbation par ses propres actionnaires de l'augmentation nécessaire de son capital pour dégager les titres remis en échange. Très normalement, l'annonce de l'offre entraîne une baisse des actions I.C.I. à Londres de 3 sh 3 d (pour terminer à 55/9) et une hausse corollaire de 8 sh 3 d sur ceux de Courtaulds (qui remontent à 38/6) (7).

Si les I.C.I. sont malgré tout à peu près prêts, Courtaulds ne l'est pas du tout. Ainsi plus ou moins malgré eux, les deux géants sont-ils lancés sans cérémonie dans un conflit dont personne ne sait justement comment il aboutira. Tandis que les escarmouches commencent, tous deux essaient en réalité de temporiser.

### B. — La temporisation.

De son côté l'opinion réagit avec vigueur et une hostilité certaine aux conditions presque scandaleuses de l'annonce de ce qui apparaît plus comme une lutte de palais dans laquelle les actionnaires ne sont que des figurines. « Le spectacle de deux grandes sociétés possédant un tel souci du passé... maintenant en conflit, est à la fois peu édifiant et sans dignité » déclare à la Chambre, lord Hailsham (8).

(7) Ils reprendront ainsi une bonne part de la baisse qui avait suivi l'annonce de décembre. L'approbation des actionnaires I.C.I. était nécessaire dans la mesure où le capital autorisé à la disposition des administrateurs était insuffisant. Cf. *Times*, 19-12-61.

(8) Cartel (2), p. 130. L'enquête sur le coup de téléphone anonyme ne donnera rien, *Observer*, 25-3.

L'opération s'inscrit d'ailleurs nettement dans un contexte monopolistique et sur ce point les critiques sont acerbes. « Avec la tentative dans une seule quinzaine des I.C.I. de saisir sous leur empire le contrôle de la presque totalité de l'industrie des fibres de synthèse, de M. Clore d'engouffrer la moitié des ressources de ce pays en bottes et chaussures, et du Gouvernement d'ignorer les recommandations de la Cour des monopoles sur l'industrie du Tabac, il est clair que de nouveaux dangers nous menacent » (9). De fait la Presse comme l'opinion vont suivre pas à pas les péripéties d'une lutte que l'on devine maintenant passionnée.

Tandis que l'embarras de P. Chambers s'accroît, Courtaulds découvre en son sein un petit groupe d'administrateurs qui va reprendre une initiative compromise. La société conteste tout d'abord les termes d'une proposition qui sous-estime largement à son avis (d'environ 40 %) la valeur connue des actifs.

La première tactique défensive mise en place comporte quatre objectifs : 1° établir que les actifs et les perspectives de bénéfices de la société sont beaucoup plus importants que ce qui semble apparaître de l'offre, 2° annoncer une nouvelle politique en matière de dividendes compensant l'effet désastreux de la décision de décembre (elle devra être « généreuse sans apparaître désespérément prodigue »), 3°, sur le plan psychologique, transformer l'appréhension du Public et des actionnaires sur la relative incompétence du conseil d'administration en place, enfin, 4° adopter une tactique offensive en dénigrant les perspectives glorifiées par P. Chambers de façon à faire apparaître que les titres I.C.I. remis en échange ne sont, selon l'expression de sir A. Wilson, qu'« une monnaie dépréciée ».

La première étape consiste donc pour Frank Kearton et ses amis à charger une association d'experts-comptables indépendants de préparer d'urgence un rapport financier qui dégagera les données indiquées ci-dessus et donnera un temps de répit. Parallèlement la société prend officiellement position contre l'offre. Tout en indiquant qu'elle compte recommander un rejet à ses actionnaires, elle précise que le rapport des Baring Brothers montrera que l'intérêt du public est bien dans l'autonomie des deux groupes. Cette nouvelle et la rupture d'une « conférence de trève » réunie entre-temps oblige les I.C.I. à bientôt prendre une première grave décision : rehausser les termes de l'offre.

(9) R.H. Douglas Jay, qui deviendra également le ministre d'A. Wilson (*Board of Trade*) ; *in New Statesman*, 12-1-62. Charles Clore est également un *corporate raider* célèbre. Lord Attlee dira de lui : « Une jungle où l'on joue de la griffe et des crocs et Clore plus que les autres. » A. SAMPSON, qui cite cette anecdote (cit., p. 525) note avec humour que C. Clore fut des trois personnes sur deux cents qui lui refusèrent tout interview. Il figure dans l'affaire du Savoy Hotel, cf. III[e] part., chap. 5.

### C. — Les escarmouches : la première surenchère I.C.I. et le rapport Baring.

Toutes les propositions sont relevées d'un point. Les actionnaires Courtaulds se voient maintenant offrir 5 de leurs « unités de stock » contre 4 I.C.I. (10). Parallèlement une première campagne de dénigrement est lancée contre Courtaulds, « ces producteurs de *cheap old fashioned rayonne* »). De toute évidence il s'agit maintenant pour I.C.I. de démontrer aux actionnaires Courtaulds sur toute la largeur des pages de la Presse quotidienne ou hebdomadaire que leurs administrateurs s'intéressent peu à eux (ce qui est à peu près exact [11]) et que leur société gagnerait à une reconversion (ce que leurs administrateurs admettaient dès le départ).

A ces attaques, les administrateurs de Courtaulds se contentent de rétorquer que les I.C.I. se désintéressent en réalité des textiles, préoccupés qu'ils sont de saisir un « marché d'esclaves » (*a captive market*) pour leurs investissements chimiques prioritaires.

A ce stade, on voit que la surenchère est en réalité un coup d'arrêt pour un offreur qui, ayant mal estimé les capacités de la société destinataire, s'est aventuré à annoncer des termes « définitifs » et révèle maintenant par leur modification son impréparation. Le Public commence d'ailleurs à s'émouvoir de l'acuité que prend le conflit et l'opposition travailliste sollicite une enquête (12). Le président du Board of Trade, M. Erroll, réticent et gêné, argue qu'il « n'a pas de pouvoirs pour intervenir », refuse d'user de son influence pour freiner les préparatifs en train jusqu'à ce que cette enquête ait lieu, puis refuse celle-ci.

Là-dessus, les « experts » déposent leur rapport. De ce travail tant attendu il résulte que les termes offerts « sous-évaluent sciemment la capacité d'épargne de Courtaulds » et que l'on ne peut que conclure au rejet de l'offre.

C'est un succès pour Courtaulds qui s'empresse d'annoncer à ses actionnaires que les bénéfices estimés pour l'exercice qui se clôt le 31 mars sont en augmentation de 60 % par rapport à l'exercice précé-

(10) La notion de *stock* distincte de celle de *share* (action) et inconnue en France repose sur la divisibilité du capital différente de celle des actions. Une participation au lieu d'être divisée en titres représente un tout d'une certaine somme de nominal divisible au gré du propriétaire en fractions libres. La complication du régime dont l'intérêt n'est pas net conduira à sa suppression ; cf. C.L.C., Rep., 472. Sur le *stock*, PALMER, cit., 271.

(11) Cf. sur la réputation de Courtaulds avant l'offre, A. SAMPSON, cit., note 1.

(12) On notera que l'affaire I.C.I./Courtaulds sera à la base de la loi de 1965 sur les Monopoles et Fusions (cf. III[e] part., chap. 6) du gouvernement travailliste suivant.

dent (17,5 millions de Livres) tandis que des augmentations semblables sont prévues pour 1963 (23 millions), 1964 et 1965 (28,5). En même temps sont proposés : 1° une augmentation de capital par incorporation de réserves et une distribution d'actions gratuites, 2° une distribution spéciale de bénéfices exonérés d'impôts et des promesses de distributions attendues d'une « gestion rigoureuse élargie », enfin, 3° un transfert à une société d'investissements (*Investment Trust*) filiale de 40 millions de liquidités, d'actifs divers et de titres (13).

Les cours de Courtaulds qui de 40/— remontent à 46/6 infligent un démenti cinglant aux termes « définitifs » de P. Chambers. Mais la déclaration des dirigeants de Courtaulds, pour triomphale qu'elle soit, est étonnante. La même société qui, un mois auparavant, a dû réduire ses distributions pour des motifs sociaux et parce que les perspectives sont « médiocres », change subitement son fusil d'épaule et avoue maintenant que la situation est bien plus florissante que l'on ne croyait. Si les actionnaires peuvent admettre que P. Chambers s'est trompé, le caractère de circonstance de la déclaration ne peut que les frapper. L'inconscience sinon l'impudence des administrateurs de Courtaulds est fustigée et les déficiences du système social qui bafoue le petit actionnaire mises en exergue par une Presse qui commence à se déchaîner (14).

Quoique critiquable cette tactique défensive frappe suffisamment puisque dans un dernier effort pour arracher une acceptation, P. Chambers décide une seconde rehausse de son offre.

## Section 2

## LA BATAILLE

C'est la seconde et dernière phase du conflit. Elle se déroule en deux épisodes : mais après la *seconde surenchère* I.C.I. suivie du « tableau » Courtaulds (A) et de la *déclaration d'inconditionnalité* de P. Chambers (B) la *situation* à la veille de la clôture est plus qu'incertaine (C).

(13) L'*investment Trust*, ouvert (*open*) ou fermé (*closed*) est une société dont l'activité est la gestion d'un portefeuille fixe (2e) ou variable (1er) sous la direction de *trustee* pour le compte des actionnaires. C'est notre société d'investissement. L'idée sera à la base du système de défense des administrateurs de la Savoy Hotel, cf. IIIe part., chap. 5.

(14) Cartel (2), p. 133 . Le *Financial Times* parle de l'*upending cornucopia* : la mesquine corne d'abondance de Courtaulds.

### A. — La seconde surenchère I.C.I. et le « tableau » Courtaulds.

Là également deux initiatives contraires se succèdent rapidement. Tout d'abord, les I.C.I. annoncent qu'elles offrent maintenant une option aux actionnaires de Courtaulds : soit le même taux d'échange d'actions que précédemment (5/4) soit, et ceci est nouveau, 25 livres d'obligations à 6,5 % d'intérêt et convertibles (15) en échange de 10 livres de stock de Courtaulds. L'offre est reconfirmée sous la condition d'une acceptation par les détenteurs d'un minimum de 90 % du capital ordinaire de cette société.

C'est au tour des I.C.I. de flouer leurs actionnaires. En variant une fois de plus les termes de l'offre P. Chambers avoue tout simplement s'être lancé dans l'aventure sans préparation. Les actionnaires I.C.I. commencent à se demander si l'affaire en vaut réellement la peine et surtout si leurs propres intérêts ne vont pas finir par être lésés, et le président du groupe chimique s'attire des critiques acerbes et narquoises des administrateurs Courtaulds. Dans un véritable assaut de communiqués, ils signalent à leurs propres actionnaires : « Les I.C.I. ont une opinion tellement élevée de votre société qu'elles ont progressivement accru leurs propositions... vos actions valent plus que ce que les I.C.I. proposent. Tout ce que vous avez à faire pour rejeter l'offre est de détruire la paperasse (*all the paper*) que vous avez reçu » (16).

La tension s'accroît à l'annonce, dans les premiers jours de février (l'offre devant être acceptée avant le 8 mars) par les I.C.I. de la commercialisation d'une nouvelle fibre textile de synthèse. Conscients des dangers que les propositions I.C.I., notamment sous leur dernière forme, représente pour eux (puisque l'échange d'obligations contre des actions revient à donner une valeur, étonnante, de 50 shillings par action) tandis qu'ils n'arrivent pas à évaluer le pourcentage d'actionnaires susceptible d'accepter, les dirigeants de Courtaulds se décident à publier un *tableau comparé des rendements*, selon que l'offre sera ou non acceptée, qui se veut un réquisitoire final contre toute acceptation :

La tactique fait ainsi apparaître qu'à long terme le soutien de Courtaulds assure un rendement supérieur à toute autre formule et vise naturellement les petits actionnaires. Elle est critiquable dans la mesure où un avenir mirifique est promis dans une société qui, quel-

(15) En réalité du *loan stock* (cf. note 9), mais nous traduisons pour la commodité de l'exposé par : *debentures* : obligations.
(16) Cartel (3).

ques mois auparavant, réduisait ses distributions en assurant qu'il était impossible de prévoir les résultats de l'exercice en toute confiance.

| Hypothèses (*) | Rendement par 100 £ de stock | |
|---|---|---|
| | 61-2 (en £) | 62-3 (en £) |
| 1. Si l'offre est acceptée sous la formule 2 (échange obligations/actions) ..... | 10 | 16 5/ |
| 2. Si l'offre est acceptée sous la formule 1 (échange actions/actions) ..... | 10 | 11 |
| 3. Si les actionnaires soutiennent le *Board* et rejettent l'offre : | | |
| *a*) dividendes ordinaires ..... | 12,10 | 13 |
| *b*) exemption d'impôt (rendement escompté : 2,5 %) ..... | 4 | 4 |
| *c*) obligations gratuites ..... | — | 3,10 |
| | 16,10 | 20,10 |

(*) Source : Cartel (3), 1962.

La dernière initiative est prise par P. Chambers. Elle est grave.

### B. — La déclaration d'inconditionnalité.

Alors que l'atmosphère s'alourdit, les I.C.I., dans un dernier effort pour emporter l'adhésion des actionnaires Courtaulds avant la clôture de l'offre vont commettre l'erreur qui, probablement, expliquera leur défaite finale.

A cette date, les experts estiment que peu d'acceptations sont encore parvenues. La raison est simple et psychologique. Elle tient comme toujours à la nature conditionnelle de l'offre. L'offre dépendant d'une acceptation de 90 % des titres, les actionnaires préféreraient se trouver du côté de la majorité; ils attendent ainsi le moment où le courant penchera irrésistiblement en faveur de P. Chambers pour s'engager officiellement. Si inversement, ils décident de répondre, et que faute d'acceptations suffisantes, celui-ci déclare qu'il abandonne, ils se seront trop imprudemment révélés comme peu confiants dans les destinées d'un Courtaulds, finalement vainqueur.

C'est pour lever ce doute et les inciter à prendre parti que, peu avant la clôture, P. Chambers décide de déclarer son offre « inconditionnelle ». Il annonce qu'il prendra tous les titres qu'on lui remettra quel que soit leur nombre final.

C'est une décision grave, car elle indique que la prise de contrôle de Courtaulds se heurte à des difficultés, si elle n'est pas virtuellement impossible. Comme l'exprime cruellement l'*Economist*, P. Chambers doit se faire à l'idée que « ceci lui donne à quelque chose près rien du tout » (17). Tactiquement justifiable, cette décision classique illustre bien les difficultés de la mise en œuvre des O.P.C. car elle est en même temps une double faute : Tout d'abord, la menace, réelle pour les hésitants, que I.C.I. pourrait ne pas prolonger son offre après le 8 mars, tombe à peu près complètement (18). D'autre part, un changement tactique est annoncé à un moment déplorable. Dans la mesure où l'on n'insiste plus sur l'intérêt d'une fusion complète des deux groupes mais que l'on se prépare chez I.C.I. à n'être qu'un actionnaire important, le groupe chimique abandonne ainsi publiquement une partie de son argumentation initiale. Les actionnaires Courtaulds, tout naturellement, vont « commencer à repenser la possibilité de continuer avec I.C.I. » (19).

De fait, à la veille de la clôture, la situation de chaque société est incertaine.

### C. — La situation à la veille de la clôture de l'offre.

Les perspectives de *Courtaulds* ne sont d'un côté pas si favorables que l'apparence pourrait laisser supposer. Contrairement à ce qui se passe fréquemment lorsque l'offreur sait qu'il ne réussira pas, l'on sait maintenant que P. Chambers n'abandonnera pas et qu'il prendra des titres. Courtaulds doit donc se préparer à voir figurer sur ses registres un actionnaire fortement minoritaire de taille. Il y a également un risque qui demeure de ce que les I.C.I. se retrouvent légèrement majoritaires (20). Les administrateurs vont donc avoir pour tâche dernière de faire comprendre ce danger aux actionnaires hésitants en espérant un rejet massif mais ils se heurtent à une difficulté

(17) *Economist*, 3-3-62, p. 825.

(18) Inversement, mais ceci n'a pas forcément joué, certains attendaient une nouvelle hausse et la déclaration d'inconditionnalité obligeait de supposer qu'il n'en serait rien. L'*Economist* note qu'un grand nombre d'agents de change auraient alors conseillé d'accepter.

(19) *Economist, id.* L'évolution des cours au Stock-Exchange dans les derniers jours précédant la clôture reflète cette tendance.

(20) En effet, l'objectif abandonné des 90 % peut cependant se trouver atteint similairement avec plus de 50 % des titres.

majeure. Il leur est impossible de déterminer exactement et quotidiennement, pour adapter leur effort, le nombre et la catégorie des hésitants ainsi que le pourcentage d'acceptations. On se borne du côté de St Martins le Grand à confirmer que la distribution d'obligations promise se fera lors de l'assemblée qui se tiendra juste après la clôture à moins que d'ici là les I.C.I. aient réussi et obtenu, ce qui est aussi possible, les 90 % recherchés.

Pour les *I.C.I.*, de l'autre côté, tous les arguments ont été exposés, toutes les batteries dévoilées. Les émissions de capital sont finalement énormes (21). Il ne reste qu'à attendre. Pour couper court aux rumeurs on annonce simplement que l'offre ne sera pas prolongée et que les acceptants pourront conserver le bénéfice des dividendes mis en distribution à la clôture de l'exercice en cours.

Reste alors à supputer quelle va être l'attitude des actionnaires Courtaulds (1) et surtout celle des I.C.I. devant les acceptations (2).

1° Le *choix des actionnaires Courtaulds* peut comporter une hésitation logique entre trois attitudes (22) : *a*) accepter l'offre en tenant compte du fait que la formule (2) valorise mieux leur titre que la formule (1) (66/6 shillings contre 50), *b*) rejeter l'offre, auquel cas les actionnaires bénéficieront des avantages promis aux actionnaires fidèles pour lesquels ils se qualifient automatiquement, enfin *c*) vendre immédiatement sur le marché au cours actuel (quelques jours avant la clôture) de 57 shillings.

L'inconnue demeure ici, comme ailleurs, de prévoir ce que feront les gros actionnaires « institutionnels » (banques, compagnies d'assurances, etc.) réputés normalement « neutres ». Ceux-ci, quoique toute supposition s'avère alors délicate, sembleraient faire quand même confiance aux promesses d'une gestion active faites par le *board* rénové de Courtaulds (23). Tout dépend en réalité de ce que l'on peut imaginer de l'utilisation des actions par P. Chambers.

2° Les *intentions des I.C.I.* ne semblent pas à l'époque être clairement connues, car la déclaration d'inconditionnalité a largement modifié les perspectives. Tout dépend du nombre d'actions qu'aura

(21) Pour la formule (1) les administrateurs avaient obtenu une augmentation de capital de 30,4 millions de Livres, c'est-à-dire 38,5 % du capital ordinaire I.C.I. Pour la formule (2) une autorisation de 76 millions de Livres.

(22) BANKER, p. 218, pour les trois hypothèses.

(23) Les actionnaires institutionnels, ou selon le barbarisme en usage en France, les « investisseurs institutionnels » : banques, compagnies d'assurances, ont en Grande-Bretagne la réputation d'être neutres, c'est-à-dire de ne pas influencer la gestion de la société dans laquelle ils souscrivent. Ils favorisent souvent des offres dans la mesure où comme le remarque WEINBERG, cit., 111, « une société qui attire une offre est de toute probabilité une société qui n'obtient pas un rendement *optimum* de ses actifs ». Cf. I^re^ part., chap. 2.

finalement l'offreur à la date de clôture. On peut présumer qu'à partir de 30 % du capital ordinaire Courtaulds, une prolongation de dernière minute, quoique apparemment exclue par P. Chambers, est possible pour tenter de conforter une participation « active ». A partir de 45 %, la prolongation est certaine. Il en sera de même avec une légère majorité, pour la conforter. L'accord de détenteurs de 90 % des titres semble cependant écarté par tous les observateurs.

De toutes les façons, l'issue du conflit est bien un problème national. Dans une atmosphère passionnée, la Presse s'est divisée en deux camps avec quelques rares neutres (24). La passivité du gouvernement conservateur est largement critiquée étant donné l'importance des protagonistes et les projets franchement monopolistiques de P. Chambers. Le public se montre sévère pour l'un comme pour l'autre, découvrant les méandres des ambitions personnelles, mais surtout s'indignant de l'étonnante hostilité et de la violence des communiqués, comme du mépris avec lequel on traite, dans chaque camp finalement, les actionnaires, abandonnés hier et aujourd'hui royalement adulés comme arbitres auxquels tous les égards, toutes les attentions sont offerts.

Dans la masse des commentaires qui, depuis deux mois, enfièvrent la Grande-Bretagne, un seul mot relativement sensé semble refléter l'opinion courante. On se demande si tout compte fait, il ne vaudrait pas mieux « que les I.C.I. finissent avec une majorité relative mais pas dominante (*deciding but not dominating*) de façon qu'en réorganisant sa politique Courtaulds ait toujours à prêter attention aux intérêts d'un groupe minoritaire adverse » (25). Mais si les I.C.I. n'obtiennent qu'une minorité, sera-t-elle seulement « *big and vocal* », grande et bruyante ?

A ces deux questions, personne et certainement pas les deux intéressés, largement pris de court, ne peut répondre. On attend les résultats pour juger.

## Section 3

## LES RESULTATS ET LES ENSEIGNEMENTS

Quatre-vingts jours après des propositions « définitives », deux surenchères et une prolongation de délais (du 8 au 12 mars) à midi le 13 mars 1962, P. Chambers et les I.C.I. avouaient leur échec. A cette date, le premier groupe chimique britannique n'avait pu acquérir que 37,5 % des actions ordinaires du premier groupe textile de ce pays,

(24) Voir, pour la curiosité, le tableau établi par *New Statesman*, 12-1-62.
(25) *Economist*, 3-3, p. 826.

seulement 0,7 % de plus que ce qui était déjà obtenu à la date originale de clôture.

Après les premières réactions, des commentaires sévères devaient conclure l'aventure.

### A. — Un service d'actions de grâce.

« La décision de ne pas étendre leur offre une nouvelle fois épargne aux I.C.I. une nouvelle humiliation » confessait l'*Economist* en constatant le rôle peu glorieux que le puissant groupe aurait à tenir pour « vivre avec 37,5 % » (26).

De l'autre côté, et selon un trait d'esprit tout britannique, on fit célébrer « en l'honneur de cette bonne nouvelle » un service religieux d'actions de grâce à l'église St Vedast auquel participèrent sur le thème de « la délivrance de l'anxiété » une bonne partie des employés qui avait pour l'occasion obtenu un congé (27).

Alors que la plupart prédisaient au début le succès foudroyant de l'offre de P. Chambers, il s'avérait que si celui-ci n'avait pas, à mi-chemin proposé une option et ouvert aux destinataires une possibilité de recevoir des obligations convertibles en échange de leurs titres, les I.C.I. « n'auraient pas été récompensés par plus d'une poignée de fidèles » (28). La vaste majorité des actionnaires de Courtaulds montraient ainsi (mais peut-être n'était-ce qu'indifférence ?) sa volonté de conserver leur confiance à leurs administrateurs pour lesquels un brillant succès soldait ce qui pourtant avait débuté sous de mauvais auspices.

En réalité, la présentation d'une victoire de Courtaulds n'est qu'apparemment juste si l'on interroge les faits. C'est une victoire à la Pyrrhus. Extrapolée des événements l'approbation de 37,5 % (en réalité 38,5 %) en définitive de ses actions par un tiers de la taille des I.C.I. est loin d'être négligeable. Une participation de 20 % bien groupée en face d'une majorité dispersée suffit pour conférer un contrôle et là encore on devait admettre que le nouveau président de Courtaulds, Frank Kearton, allait « invariablement avoir comme principal souci de garder son principal mandataire bien en face de lui et s'assurer son soutien dans tout développement d'importance ». Dans cette situation la sécurité que donne la conservation d'une majorité est relative et peu d'opérations pouvaient être plus simples pour un opposant ambi-

(26) *Id.*, Pour être exact, il conviendrait d'ajouter 45,3 % d'actions de préférence à 5 % d'intérêt et 60,4 % à 6 % pour lesquelles existaient des offres particulières. Etant donné les conditions très intéressantes de ces offres, l'*Economist* estime que ces pourcentages étaient « insultants » pour I.C.I.

(27) A. Sampson, cit., p. 511.

(28) *Economist*, 17-3.

tieux que d'acquérir graduellement sur le marché le solde de 13 % par lui-même ou par des filiales, pour finalement (et certainement si les administrateurs Courtaulds ne tenaient pas leurs nombreuses et précises promesses) « donner la complète apparence d'un contrôle des votes à une réalité déjà existante » (29).

Si l'on met ainsi en parallèle la position maintenant très inconfortable de Courtaulds, flanqué d'un imposant actionnaire minoritaire avec les résultats des I.C.I. obtenus à un coût financier relativement minime, on pourra apprécier ce que gagnèrent finalement ces derniers dans une offre partielle manquée qui devait servir leurs objectifs, tout aussi bien qu'une offre complète réussie.

La semaine suivante, la réunion des assemblées générales statuant sur les comptes de l'exercice (30) fut la période des explications retardées par les événements. Pour la Presse, le public, les actionnaires, la technique brutale de l'O.P.C. devait révéler trop d'apprentis-sorciers pour qu'un sérieux examen de conscience n'en fût pas la conclusion suggérée.

### B. — L'examen de conscience.

Des deux côtés, critiques sévères et audiences houleuses témoignèrent de l'insatisfaction générale (31). Tandis qu'une volonté très ferme de conciliation faisait l'unanimité, les deux géants sortaient de l'aventure métamorphosés et pleins d'expérience pour revoir avec une certaine objectivité leurs problèmes internes.

Courtaulds avait, et de loin, subi les plus fortes secousses. Cette société qui, jusqu'en 1961, avait la réputation d'une entreprise majestueuse « aux allures de bienfaitrice publique » (32) aux gouvernants plus éminents savants qu'hommes d'affaires avertis se redécouvrait et l'arrivée de nouveaux administrateurs devenait l'occasion de prouver que les traditions de secret et de mépris des actionnaires étaient définitivement choses du passé.

Mais la force certaine de Courtaulds, c'était surtout qu'en définitive, une majorité de ses actionnaires s'était persuadée d'oublier le passé et de faire confiance à une nouvelle politique. Plus forte,

(29) H. Cowen, *in Banker*, p. 220, comme pour la citation précédente.

(30) Les exercices anglais se terminent souvent fin mars avec l'année fiscale britannique.

(31) Chez Courtoulds, note avec humour l'*Economist*, 24-3, ce projet de résolution : « les applaudissements les plus nourris saluèrent la suggestion d'une actionnaire qu'une femme siège au Conseil ». Chez I.C.I., le ton est même plus dur et les actionnaires qui acceptent l'augmentation de capital opposent à un P. Chambers brillant qu'il aurait mieux valu « regarder dans les coins sombres des I.C.I. avant de s'essayer à gérer les affaires des autres ».

(32) A. Sampson, cit., 511.

Courtaulds sortait aussi plus faible de l'offre, car il restait à accepter la présence d'un nouveau principal actionnaire au sein du conseil d'administration. Le géant de la chimie britannique avait forcé une brèche probablement destinée à s'agrandir si les administrateurs ne pouvaient justifier la nouvelle confiance mis en eux.

Pour les I.C.I., le succès économique à peu près certain était payé d'un échec de prestige non moins certain (33). Les reculs successifs, l'erreur d'une déclaration d'inconditionnalité témoignant d'une inquiétude ambiante rendaient le public et les épargnants plus circonspects sur la force du groupe, et les actionnaires dubitatifs sur les qualités de dévouement social de leurs dirigeants.

En dehors de toutes les critiques sur la gestion économique de Courtaulds qui servirent de fond à une offre monumentale, celle-ci apportait des enseignements capitaux pour l'appréhension de la technique de l'O.P.C. dans la mesure où elle devait révéler des préoccupations constantes.

### C. — Les enseignements.

Si c'est une erreur grave qui explique l'offensive soudaine par le moyen d'une O.P.C. de P. Chambers, c'en est une autre et non moins grave qui explique son semi-échec.

L'occasion rêvée pour lancer sa proposition, P. Chambers la trouve dans l'*annonce* des administrateurs de Courtaulds au début de décembre que l'exercice a été difficile et qu'ils envisagent de réduire les distributions de bénéfices. C'est une décision plus que dangereuse étant donné l'époque et qui ne peut qu'inquiéter les actionnaires de l'avenir de leur bien alors même que la suite des événements montrera qu'elle ne se justifiait même pas dans le cadre d'une politique sociale en faveur des employés. Surtout elle met en exergue le mépris dans lequel Courtaulds tient ses actionnaires et la chance de P. Chambers avec l'arme qu'il détient. « La coupe opérée dans le dividende intérimaire, écrira le *Statist* (34), et ses explications conséquentes ne furent pas seulement des erreurs, elles constituèrent une violation des devoirs des administrateurs comme *trustees* de leurs actionnaires. » On comprend que l'avenir d'une société dont le rapport semestriel n'exprime « aucune chance d'un futur plus rose » (*no hint of a roseate future*) donne le champ libre à une proposition d'acquisition des titres intéressants et de substitution de contrôle.

(33) Un « géant contrarié » — « *a thwarted giant* » — titre R. JENKINS, *in Observateur*, 25-3.

(34) *Statist*, 9-2-1962.

Mais les administrateurs de Courtaulds ne s'arrêtent pas là. Après avoir affirmé qu'il n'est pas possible de prévoir des résultats précis à l'appui de leur restriction, ils apprennent dans le feu de l'action à leurs actionnaires abasourdis que l'on avait indiqué à l'adversaire au cours des négociations initiales des *perspectives* remarquables — et chiffrées — pour les trois exercices à venir. A une erreur tactique s'ajoute une faute psychologique assimilable à un abus de confiance. Dans ce cas, seule une O.P.C. et ce genre de conflit peuvent effectivement sanctionner cette attitude dans l'intérêt finalement de la collectivité et des actionnaires eux-mêmes.

Tout ceci justifie que ces actionnaires se montrent d'abord faiblement sympathisants aux efforts de défense de leur société.

La chance étonnante de Courtaulds, c'est que l'attitude des I.C.I. n'est de son côté pas plus justifiable. Et c'est parce que P. Chambers va commettre une série d'*erreurs* tactiques comme psychologiques que le succès lui échappera. Tout d'abord, P. Chambers a faussement cru que les termes initiaux de son offre, quoique très inférieurs à la valeur réelle des titres de Courtaulds s'avéreraient suffisants pour attirer des actionnaires démoralisés par des perspectives sombres de leur société. D'autre part, constatant qu'ils se révèlent insuffisants, il les rehausse par bribes, en deux fois, et finalement laisse paraître ses inquiétudes en annonçant qu'il prendra tous les titres qui lui seront remis. « Cette erreur, écrira l'*Economist*, a créé une situation sans précédent dans l'histoire industrielle de la Grande-Bretagne, car alors qu'un offreur normal aurait caché ses intentions jusqu'au bout quitte à accepter un pourcentage inférieur recueilli, I.C.I. s'est coupé cette planche de salut et en révélant ses craintes a joué le jeu de l'adversaire en incitant les actionnaires à conserver leur confiance envers Courtaulds » (34).

Finalement, et plus que tout, ce sont, au fur et à mesure que P. Chambers appuie son offensive et que Courtaulds s'en défend, les *méthodes* que les uns et le autres utilisent pour étayer leurs dires qui vont attirer sur eux, et par-là sur la technique que l'on a utilisée, le ressentiment général du public comme des actionnaires des deux sociétés. Violemment dogmatiques et souvent agressives, les assertions de P. Chambers s'avèrent mal adaptées en définitive alors que l'apparition d'un nouveau groupe d'administrateurs chez Courtaulds convaincra lentement le corps des actionnaires que les choses commencent à changer dans la vieille société.

Pour conclure, on ne peut que remarquer que si l'ensemble de ces erreurs tant du côté Courtaulds que du côté I.C.I. donnent les

(35) *Economist*, p. 1037.

raisons profondes d'un semi-échec, cette succession, malgré tout étonnante, de fautes et de contretemps dans une opération de cette ampleur donne également autant d'*enseignements* sur la *conduite* des O.P.C. en général et les problèmes auxquels cette conduite ne manque jamais de se heurter.

On voit avec quelle *prudence* tant dans le verbe que dans l'action, doit manœuvrer l'offreur qui sait qu'il ne rencontrera pas un accueil favorable des dirigeants destinataires. Alors que l'audace et la solidité des arguments semblent devoir assurer la victoire, celle-ci se révélera hors d'atteinte s'il ne prête pas une attention extrême aux conséquences *psychologiques* de toute initiative *dans le raisonnement individuel de chaque destinataire qui doit agir pour lui-même,* et ce ne sera pas la moins surprenante — sinon la plus classique — des conclusions de cette offre célèbre que de constater que les victoires, comme dans les combats, tiennent au moins aussi souvent dans les erreurs de l'adversaire que dans la valeur de l'offensive.

TROISIEME PARTIE

# LES GARANTIES

# INTRODUCTION

Il est vite apparu dans la pratique britannique des offres et sans attendre l'affaire Courtaulds que les tendances ambitieuses des hommes trouvaient là un terrain admirable pour s'exprimer librement, et que certains abus pouvaient manifestement naître de l'O.P.C., de nature à nuire aux actionnaires qui en seraient les destinataires.

L'absence de scrupules ou de sérieux de l'offreur est un risque de même qu'en constitue un la disproportion entre certaines sociétés offrantes et certaines sociétés destinataires. Même en l'absence d'abus, il semble que beaucoup d'actionnaires ne se rendent pas toujours compte de l'importance de la décision qui leur est demandée, au travers de la cession de leurs titres, pour une manifestation non seulement individuelle mais collective de leur volonté. De fait, le Code britannique des offres de 1959-1968 est né d'une succession de scandales dans lesquels quelques financiers avaient effectué quelques offres particulièrement avantageuses sans disposer des fonds nécessaires ou dans lesquels quelques hommes d'affaires entreprenants s'étaient sans crainte jetés sur des entreprises passagèrement en difficulté en ne présentant que de façon fragmentaire aux actionnaires non-contrôlaires les circonstances réelles de l'offre.

D'une manière plus générale, il apparaît qu'autant la technique de l'O.P.C. facilite l'initiative de sociétés solides d'une manière profitable pour l'économie nationale, autant il convient de ne pas admettre une liberté intégrale d'offrir qui n'aboutirait qu'à faire des offres de prises de contrôle une succession de luttes anarchiques, et du système social une sorte de jungle.

La mise en œuvre harmonieuse d'un régime d'offre suppose donc celle, parallèle, d'un *régime de garanties* fournies à l'*ensemble* des participants confrontés à l'offreur.

La société destinataire, la première, on l'admettra aisément, cherchera souvent à se *défendre* contre une proposition de transfert de

contrôle non désirée. Aux méthodes de défense proprement dites, s'ajouteront les arguments rétorqués dans la recommandation de rejet à ceux par lesquels l'offreur sollicite l'attention des actionnaires.

Cette défense polémique, de la société destinataire, s'adresse directement aux membres de la société et son succès dépend essentiellement de leur degré de sensibilisation. Dans ce domaine, l'affaire Courtaulds témoigne du degré auquel les actionnaires lancés dans un conflit malgré eux savent mettre en balance les espoirs de l'offreur et tout le « passé » de leur Conseil. De la sorte, l'efficacité d'une contre-argumentation sera en définitive fonction, sur un plan purement psychologique, autant de la valeur intrinsèque des perspectives opposées que de leur poids par rapport à celles de l'offreur, qu'enfin et surtout, nous l'avons dit, de la confiance que les actionnaires voudront bien conserver à un Conseil dont les promesses contredisent peut-être désespérément toute une politique antérieure d'indifférence. Là encore l'aventure de Courtaulds et, plus près de nous celle de Saint-Gobain, montre que toute défense n'est pas heureuse et que la plus sûre réside encore dans le respect des actionnaires.

Comme on le voit, la question des garanties est essentiellement celle de la sauvegarde des *intérêts* des actionnaires destinataires. Et cette sauvegarde repose avant tout sur leur information.

« C'est à l'actionnaire lui-même de décider pour lui-même quand et comment il doit disposer de ses actions. Actionnaires comme investisseurs (dans une offre d'échange) doivent être à même de prendre une décision sur un pied d'égalité et avec une égale connaissance des faits. Il existe une obligation reposant sur tous ceux qui sont ou peuvent être intéressés de vérifier que dans toute la mesure du possible l'ensemble des actionnaires d'une société pour les titres de laquelle une offre est faite sont informés complètement, précisément et également de tous les points nécessaires (*have full, timely and equal information on all relevant matters*) et disposent du temps utile pour considérer l'offre. » Ce qui pourrait, dans cette déclaration de principe de la Fédération des Stock-Exchanges du Royaume-Uni, n'être que la redite d'un lieu commun devient l'expression d'une philosophie de la révélation (*philosophy of disclosure*) selon l'expression de L.C.B. Gower qui donne toute sa profondeur à cette technique de concentration d'entreprises.

Tandis que les destinataires sont ainsi assurés non seulement du sérieux de la proposition et de la réponse de leurs dirigeants mais d'abord d'une participation consciente à une opération capitale de leur société, l'élaboration toute pragmatique d'une surveillance de l'émission des offres par des organismes divers, sous l'égide de l'omniprésent

*Board of Trade*, garantit enfin *le Public* et la collectivité nationale contre les excès graves.

L'attention portée en 1964 par les Néo-Zélandais aux offres émanant d'étrangers, celle portée par les Anglais aux opérations monopolistiques l'année suivante, ne peut que confirmer l'intérêt d'un renversement de la perspective par l'analyse de cet « art de la garantie » — lequel, tout comme il harmonise les tendances contraires d'une Constitution non écrite, vient équilibrer de manière souple la mise en œuvre libérale des offres. Dans cet esprit il restera à considérer successivement :

TITRE 1er : Les garanties des actionnaires :
*La protection des actionnaires destinataires,*

TITRE 2 : Les garanties de la société destinataire :
*La défense éventuelle de la société destinataire,*

TITRE 3 : Les garanties de la collectivité :
*La surveillance des O.P.C.*

## TITRE PREMIER

# LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES DESTINATAIRES

La protection des actionnaires destinataires d'une offre s'inscrit dans l'optique traditionnelle britannique qui considère *l'information* des membres de la société comme la garantie première de leur intérêt à celle-ci.

Ainsi dans tous les régimes en vigueur, les destinataires d'une offre auront-ils connaissance et dans tous leurs détails, des circonstances dans lesquelles elle a été lancée, des motifs pour lesquels elle l'a été, des bases sur lesquelles une contrepartie a pu leur être promise, de façon qu'ils puissent prendre une décision véritable et en conscience des conséquences de leur acte.

Tout particulièrement à même d'apprécier la place que leurs *mandataires* tiennent dans l'opération, ils se feront préciser les avantages que ceux-ci sont susceptibles de retirer personnellement d'une initiative qu'ils auront si souvent contribué à faire éclore. Les minoritaires enfin seront protégés contre toute *oppression*, fait le plus souvent d'une entente élaborée dans une offre agréée par un offreur peu scrupuleux ou plus simplement pressant.

Trois directions orientent ainsi cette protection :

CHAPITRE 1er : *L'information des actionnaires dans l'offre,*

CHAPITRE 2 : *La responsabilité des administrateurs de la société destinataire,*

CHAPITRE 3 : *La protection de la minorité dissidente.*

## CHAPITRE PREMIER

# *L'INFORMATION DES ACTIONNAIRES DANS L'OFFRE*

La recherche d'une information optimale des actionnaires constitue l'un des domaines fondamentaux de la recherche contemporaine du droit des sociétés (1). De même le souci d'une *information* des actionnaires destinataires d'une offre, qui soit à la fois précise, juste et « informative » constitue la seconde des préoccupations qui, à côté de *l'organisation* de la procédure, inquiète les différentes législations soucieuses de leur garantir une offre saine et de les sensibiliser à l'importance de leur choix. Comme le précise la Commission Bancaire Belge, résumant les principes britanniques dont elle va s'inspirer pour sa propre réglementation, l'actionnaire « doit pouvoir, en toute connaissance de cause, apprécier l'opportunité de rester associé ou non et apercevoir les conséquences de sa décision » (2).

C'est dans cette recherche et ce souci que l'O.P.C. se distingue de toutes les autres méthodes de concentration d'entreprises.

L'*abondance* des renseignements fournis, la *minutie* et la *diversité* des points abordés tant dans le document adressé par l'offreur que dans les différentes recommandations transmises par les administrateurs de la société destinataire, caractérisent une information dont les données sont reprises de façon constante par toutes les réglementations abordées dans cette étude. Véritable « règle d'or », cette passion d'informer, tout comme elle conduit l'émetteur du prospectus de souscription à « tout dire, et avec une exactitude stricte et scrupuleuse »

(1) La littérature juridique de ces dernières années en fait l'un des grands sujets, par ailleurs illustré dans la nouvelle loi française sur les sociétés du 24-7-1966.

(2) Rapport Commission bancaire belge, 1965, Epargner et Investir, 1965.

(3), dépasse ici la fourniture de simples renseignements sur les bases de l'achat ou de l'échange pour mettre l'actionnaire « en possession de tous les faits nécessaires à la formation d'un jugement informé sur les mérites et démérites de l'offre (4). Constante recherche d'une perfection (5), cette règle fait de l'actionnaire de langue anglaise un être privilégié parmi ses pareils.

C'est donc à la présentation d'une information d'une singulière ampleur qu'offreur et administrateurs destinataires sont conviés. Mais c'est dès lors à une analyse particulièrement délicate que nous sommes nous-mêmes invités comme les actionnaires destinataires le sont.

Des divergences de conception existant enfin entre les diverses législations qui révèlent, autant que dans la procédure, la diversité d'une technique jamais unique ou uniforme (6), contraindront à considérer à la fois de façon schématique et détaillée tant les renseignements qui doivent figurer dans le *document d'offre* (Section 1) que ceux de la *réponse* des administrateurs de la société destinataire (Section 3). Parallèlement il conviendra de caractériser le flot des *renseignements supplémentaires* (Section 2), plus ou moins autorisés, plus ou moins publicitaires qui peuvent être apportés aux actionnaires dans cette recherche, parfois forcenée de leur acceptation.

## Section 1

## LES RENSEIGNEMENTS DU DOCUMENT D'OFFRE

D'une manière générale doivent figurer dans le document soumis à l'actionnaire : l'*identité* de l'offreur (A) ainsi que la valeur de la *contrepartie* (B) qui lui est promise. Ces derniers renseignements

(3) L'expression de *golden legacy* vient d'un *dictum* dans Henderson v. Lacon (1873) - LR. 6 H.L. 377, p. 403, à propos du contenu du prospectus.

(4) Présentée « correctement et honnêtement » (*acurateley and fairly*). City Code, parag. 14.

(5) Le Stock-Exchange de Johannesburg (J.S.E., Req., 11 (*iii*) estime que le document d'offre doit contenir : « tous les renseignements qui pourront être nécessaires pour permettre au récipiendaire avant de venir à une décision sur le sujet, de comprendre les termes de l'offre et de se former une opinion sur ses mérites ».

(6) Cette information est disposée dans tous les régimes dans des *Annexes* aux textes que nous avons considérés. Cependant, alors que les trois pays distinguent clairement les *Matters to be specified in TO Offers* et le *Statement to be given by offeree company*, aucune distinction n'apparaît nettement dans les Règles de 1960 britanniques où l'on oppose : « *Requirements to be satisfied in relation to any offer to acquire securities* », « *Additional requirements to be satisfied in relation to a TO Offer* », « *Requirements to be satisfied in relation to offers to dispose of securities* » et enfin les très partiels « *Requirements to be satisfied in relation to a recommendation by a board of directors of an offeree corporation recommending acceptance of an offer* ».

seront accompagnés de *justifications* extérieures, notamment comptables (C).

### A. — L'identité de l'offreur.

L'une des premières préoccupations sinon l'un des premiers sujets d'inquiétude de l'actionnaire qui reçoit une offre est naturellement de savoir qui l'effectue réellement. L'identité générale et ce que l'on peut appeler l'identité financière de l'offreur lui sont naturellement communiquées de manière plus complète lorsqu'il s'agit d'une offre d'échange où l'actionnaire se verra offrir, en retour, des titres de la société offrante.

1. — *L'identité générale* de l'offreur comprend le plus souvent : *a*) sa qualité, si l'offre (ce qui est souvent le cas) est faite pour le compte d'un tiers, *b*) son nom (ou sa raison sociale), son adresse (ou son siège), *c*) son domaine d'activité, *d*) les noms, adresses et fonctions de ses administrateurs, *e*) la participation, enfin, de l'offreur au capital de la société destinataire (7).

Cette dernière exigence, qui figure unanimement dans toutes les réglementations doit permettre de connaître la situation de l'offreur, se faire une idée de ses objectifs et elle porte tant sur les titres détenus par l'offreur, que par une filiale ou la société financière qui contrôle l'offreur. Au cas où l'offreur ne détient aucune participation préalable, la Grande-Bretagne impose de mentionner expressément ce fait dans une déclaration négative (8).

2. — *L'identité financière.* Elle comporte des renseignements plus détaillés lorsque les destinataires se voient sollicités d'accepter des titres en échange des leurs.

Alors que l'Australie impose la fourniture des renseignements exigés d'une société émettant de nouvelles actions (9), les autres pays demandent des renseignements plus limités mais finalement assez semblables comportant : *a*) la production d'un bilan, *b*) les résultats financiers portant sur la période précédente des 3 à 5 années, sous une présentation consolidée le cas échéant (10), *c*) le montant total des

(7) Là également nous mentionnons d'abord la référence britannique si la clause figure partout. Si des titres ont été acquis moins de 6 mois avant l'offre, on ajoutera les dates et prix d'acquisition. City Code, parag. 16.

(8) Selon une modalité que l'on retrouve fréquemment dans les Règles du *Board of Trade.*

(9) Aust., 10e Ann. Part. B, I (*d*) (*i*) qui comporte un rapport des *auditors* (commissaires aux comptes) sur les cinq dernières années et un rapport des administrateurs. La Grande-Bretagne les présente comme alternative des renseignements ci-après.

(10) 3 ans en Grande-Bretagne, 5 dans les autres pays. Résultats consolidés avant imposition en Grande-Bretagne, après chez les autres.

bénéfices distribués à chaque catégorie de titres et le taux des dividendes pendant la même période, *d*) les modifications éventuelles intervenues dans le capital de la société pendant cette période, avec notamment le montant des émissions de titres réalisées depuis la clôture du dernier exercice (11) et, *e*) d'une façon générale, les « changements importants dans la situation financière générale » intervenus depuis la dernière assemblée générale (12).

### B. — La valeur de la contrepartie offerte.

Eminemment variables dans le détail, les régimes s'accordent pour communiquer à l'actionnaire, outre des assurances sur le paiement de la contrepartie, des renseignements détaillés sur les titres remis éventuellement en échange, portant comme s'il s'agissait d'une invitation à souscrire ces titres, sur leur valeur et leur statut dans le capital de la société offreuse.

1. — *Le statut des titres :* Outre l'indication que les titres remis sont ou non entièrement libérés, et que leur négociation ultérieure pourra ou non être soumise à une restriction statutaire, le statut des titres offerts en contrepartie doit permettre aux actionnaires destinataires de savoir si ces titres, émis directement à leur profit lors d'une augmentation du capital de la société offreuse, auront ou non des droits identiques à ceux des autres titres précédemment émis. Lorsque les titres seront distincts des précédents (*not uniform in all respects*), tous les régimes insistent pour que soient précisés : *a*) les différences, *b*) le droit de vote attaché aux titres et les limitations éventuelles, enfin *c*) le cas échéant, si une procédure de cotation sur un Stock-Exchange a été entreprise.

2. — *La valeur des titres :* Les actionnaires doivent évidemment, d'autre part, pouvoir déterminer l'avantage qu'ils auront à céder leurs titres. Lorsqu'un échange est proposé, la comparaison nécessaire ne pourra être effectuée que par l'appréciation d'un certain nombre de critères quantitatifs et qualitatifs portant sur une certaine période

(11) Il convient de rappeler que dans le cadre du « capital autorisé », le Conseil d'administration peut librement émettre de nouveaux titres en une ou plusieurs augmentations du capital «émis».

(12) La Nouvelle-Zélande demande de préciser le montant de la « dette totale » tiers-actionnaires et l'Australie exige un rapport des administrateurs précisant, sur une enquête non antérieure à deux semaines avant l'offre : *a*) si l'activité de la société a, à leur avis, été satisfaisante et maintenue comme telle, *b*) les circonstances qui ont malheureusement (*adversely*) affecté l'exploitation et les actifs, *c*) les actifs réalisables (*current assets*), *d*) le passif éventuel (*contingent liabilities*) en raison de garanties données à des filiales, *e*) les éléments inhabituels (*unusual factors*) venus interférer dans les résultats de la société ou de ses filiales. N.Z., Ann. I, Part C, 3 (*h*), Aust. même référence, cit.

de temps. Là, tous les régimes rivalisent d'ingéniosité et de détail pour fournir à chaque destinataire, selon l'expression du *Board of Trade*, « une vue fidèle des fluctuations du cours des valeurs » (13).

Ces renseignements vont porter tant sur le prix auquel les titres proposés se sont négociés récemment, que sur les dividendes versés et le rendement attendu.

a) *Le prix :* D'une manière générale, les actionnaires devront recevoir, comme en Droit anglais, « toute l'information dont l'offreur peut disposer quant aux nombre, montant et prix auquel les titres ont été vendus dans les trois mois précédant immédiatement la date de notification (de l'offre) ». Si l'offreur ne dispose pas d'une telle information, « il devra le préciser expressément » (14). Avec des variantes parfois sensibles, notamment sur l'étendue dans le passé des renseignements quantitatifs donnés (15), les autres pays adoptent le même principe. Il s'agit de renseigner aussi précisément que possible l'actionnaire sur les cours ou les prix pratiqués sur les titres de la société offrante, *a*) en exploitation normale et *b*) juste avant l'annonce de l'offre de façon à lui permettre de reconstituer tant le cours moyen que les différents mouvements spéculatifs qui ont pu se produire, à son détriment, dans les heures qui ont précédé l'offre.

b) *Le rendement et les dividendes :* Parallèlement la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud complètent cette information en communiquant, en présentation parallèle, le dernier chiffre annuel de chaque dividende, le taux de rendement de chaque titre sur la base de ce chiffre et du dernier cours ou prix noté antérieur à l'annonce.

Le problème essentiel de l'actionnaire est naturellement d'établir une comparaison immédiate entre la valeur du titre qui lui est offert et celle du sien que l'offreur tente d'acquérir. L'intérêt de l'offre sur toutes les autres méthodes de concentration ne joue que si l'actionnaire peut disposer de renseignements à peu près équivalents pour *ses propres* titres. Sur ce point, les régimes divergent. Si certains (Grande-Bretagne) exigent que ce soit l'offreur qui fasse cette mise en parallèle, d'autres peut-être plus logiquement, mais avec un risque de discontinuité dans l'analyse, imposent ce soin à la société destinataire elle-même par la voie de la déclaration en réponse faite par les administrateurs (16).

(13) *A fair view of fluctuations...* - B.T.R. (2) - 1 (1) (*d*).

(14) B.T.R. (1) - 1 (2) (*a*).

(15) De six mois (Grande-Bretagne, six cotations ou six prix moyens) à deux et trois ans (en Nouvelle-Zélande et Afrique du Sud, selon que les titres sont ou non identiques à ceux existants) avec des modalités variables.

(16) Lorsque l'offre est amiable, les deux documents sont normalement adressés en même temps. Cf. II[e] part., chap. 2.

Les actionnaires doivent être aidés dans cette analyse comparative par les justifications comptables des renseignements communiqués.

### C. — Confirmations et justifications.

L'Afrique du Sud est la seule nation avec l'Australie à exiger un rapport spécial des « auditors » (les commissaires aux comptes de la société), précisant que « les chiffres lors de l'offre d'échange, donnés en ce qui concerne les bénéfices ou pertes après imposition, pour les cinq exercices précédant la date à laquelle la notification du projet d'offre a été faite, reflètent justement (*fairly reflect*) les résultats de cette période » (17).

Très fréquemment, les documents comptables les plus récents et certifiés par ces auditeurs seront annexés au document contenant l'offre ou remplacés par une invitation à venir les consulter au siège de la société offreuse.

Enfin certains, et notamment la Grande-Bretagne, prévoient d'une manière générale que « si un quelconque des renseignements requis par les dispositions précédentes... n'est pas disponible en raison du fait que soit la société offrante, soit la société dont les titres sont offerts n'a pas exercé son activité pendant suffisamment longtemps, ou pour toute autre raison », ladite société devra joindre au document d'offre une déclaration justifiant ces omissions (18).

Cet ensemble de renseignements, pour imposant et détaillé qu'il soit, ne constitue qu'une partie de l'information dont l'actionnaire disposera finalement. L'appréciation parfaite de la valeur de la proposition nécessitera une seconde série de renseignements que communiqueront les administrateurs de la société destinataire. Mais avant de considérer ce qui, parfois, constitue une « contre-information », il convient de noter que les actionnaires recevront en tout état de cause et en abondance de l'offreur des renseignements complémentaires, notamment publicitaires.

## Section 2

## INFORMATIONS SUPPLEMENTAIRES ET DECLARATIONS D'INTENTIONS

En dehors des instructions concernant la procédure d'acceptation de l'offre et des avertissements d'avoir à solliciter tout conseil extérieur

(17) Afrique du Sud (B) - 4 et Aust. (B) - 1 (*d*) (*i*).
(18) B.T.R. (2) - 2 (2).

au cas d'hésitation ou doute (19), le document contenant l'offre peut comporter des précisions sur tous les sujets que l'offreur estimera utiles ou nécessaires. Il faut cependant distinguer des renseignements purement *publicitaires* (A), l'*attestation générale* d'exactitude et de bonne foi sud-africaine (B) et les *déclarations d'intentions* quant à l'avenir de la société (C).

### A. — Les renseignements publicitaires.

L'offreur mettra naturellement en avant les divers avantages qu'à son avis le passage de la société destinataire sous son contrôle apportera pour les actionnaires.

De même lorsque l'offre est disputée et se heurte à l'opposition du conseil d'administration de la société destinataire, essaiera-t-il d'établir que les conditions de l'achat (ou de l'échange) qu'il propose sont plus intéressantes que toutes celles qu'il pourra retirer dans une cession sur le marché ou sous l'administration actuelle. Semblables incitations prendront fréquemment la forme de rapport d'experts, comme le rapport Baring dans l'affaire Courtaulds, et leur pratique nécessite naturellement un certain contrôle.

L'article 40 du C. A., 1948, contient des dispositions destinées à assurer qu'un avis ou énonciation émanant d'un « *expert* » ne pourra être cité dans un prospectus sans l'accord exprès de l'expert en question. La Commission Jenkins envisage des garanties semblables pour les offres, en précisant notamment que « des chiffres ne pourront être cités comme certifiés (*audited*) à moins que l'auditeur considéré n'ait donné son accord pour l'utilisation des chiffres dans le contexte dans lequel ils apparaissent » (20).

### B. — L'attestation générale d'exactitude et de bonne foi.

On pourra également concevoir, en Grande-Bretagne et en Afrique du Sud, que les administrateurs de la société offrante précisent dans l'offre ainsi que dans tout document ultérieur ou parallèle adressé aux actionnaires qu'ils acceptent : « collectivement et individuellement l'entière responsabilité de l'exactitude des renseignements donnés; certifient qu'au mieux de leurs connaissances et de leurs croyances il n'existe pas d'autre fait dont l'omission rendrait toute assertion

(19) Cf. II[e] part., chap. 1.

(20) C.L.C., Rec. 294 (*k*) et Rep., 282. L'article 40 (3) définit en « incluant » ingénieurs, évaluateurs, comptables et toute autre personne dont la profession donne autorité à toute énonciation de lui ». Allant plus loin, la *Federation des Chastered Accoutants* britanniques interdit à ses membres de laisser leur nom accompagner des prévisions chiffrées.

fausse ou trompeuse; et ont effectué toutes les enquêtes raisonnables pour vérifier ces faits » (21).

Parmi ces attestations dont l'effet est de rendre ces administrateurs passibles de peines civiles et pénales, similaires à celles de l'article 13 du *Frauds Act*, il en est deux dont l'importance est particulière.

### C. — Les intentions de l'offreur.

Il est évident que l'actionnaire s'interroge sur les motifs réels qui ont poussé une société à lancer une O.P.C. L'offreur peut être amené à préciser ce qu'il entend faire des actions acquises et l'avenir qu'il entend assurer aux employés de la société destinataire.

Sur le premier point, en Grande-Bretagne comme en Australie, l'offreur doit préciser si une *convention secrète* le lie à un tiers aux termes de laquelle il s'engagerait à lui céder, à son tour, ces actions. Le souci du législateur apparaît bien de faire savoir quel est l'offreur réel, dont le nom devra être communiqué ainsi que le nombre et le montant des titres qu'il détient déjà dans la société destinataire (22). Dans le même ordre d'idées il conviendra de compléter cette mesure en signalant le cas échéant les offres parallèles, simultanées ou successives qui s'inscrivent dans un plan plus vaste et dont l'offre actuelle ne constitue qu'une des pièces.

L'avenir des employés, ouvriers et dirigeants de la société destinataire constitue par ailleurs un problème crucial de notre époque. Il apparaît évident, et l'évolution des concentrations en témoigne, que l'offre implique dans l'esprit de son initiateur une certaine rationalisation des activités du nouveau groupe, et logiquement une certaine compression des emplois dans la société destinataire. Sans compter que l'offre peut être suivie d'une dissolution de cette société et une nouvelle répartition des activités de production dans le nouveau groupe, la simple filialisation entraîne normalement des modifications d'exploitation et peut aboutir à des conséquences cruelles pour les employés. Les actionnaires peuvent y trouver un argument déterminant de leur décision.

Quoique la question soit morale ou sociale plutôt que juridique, les deux aspects sont liés. Beaucoup d'arguments militent en faveur d'une obligation imposée à l'offreur de préciser ses intentions quant à l'*avenir du personnel*, et même comme le demandent les autorités

(21) J.S.E. Req. (11) (*i*). Le City Code, parag. 13 est moins sévère pour les omissions. Il suffit « qu'aucune appréciation de fait important n'ait été omis ».

(22) B.T.R. (1), II° part. 2 (9) qui demande une déclaration négative lorsque cet offreur ne possède pas de titres.

du Stock-Exchange de Londres quant à « la conduite future de la société » (23).

Reste enfin que la société destinataire doit elle-même fournir des renseignements à ses actionnaires.

## Section 3

## LES RENSEIGNEMENTS DE LA DECLARATION EN REPONSE DE LA SOCIETE DESTINATAIRE

Nous avons vu qu'au document contenant l'offre sera jointe, facultativement en Grande-Bretagne, obligatoirement ailleurs, une réponse des administrateurs de la société destinataire (24). A côté de la recommandation éventuelle qu'elle contiendra quant à l'acceptation de la proposition, la déclaration en réponse doit comporter naturellement les renseignements que les actionnaires sont en droit d'attendre de leurs mandataires dans une telle opération.

On peut remarquer, d'autre part, que même lorsque l'offre est agréée et ne constitue que la matérialisation d'accords de fusion, l'offreur ne dispose pas nécessairement de tous les éléments d'une information complète, il lui manquera ce que l'on pourrait appeler la connaissance de l'intimité de la société destinataire. Dans la mesure enfin où ses intérêts ne sont pas forcément identiques (quand ils ne sont pas opposés) à ceux de cette société, l'importance d'une information *contradictoire* des destinataires apparaît très nettement.

De là, des renseignements que tous les régimes, sauf la Grande-Bretagne, imposent à cette société. La remarque faite ailleurs sur l'abondance et la variété des sujets abordés est valable également ici et différencie chaque régime des autres. On peut admettre d'une manière générale que la réponse de la société destinataire comportera quatre types de renseignements essentiels en dehors de la recommandation : *a)* La *participation personnelle des administrateurs* à l'offre, étant donné l'ampleur des questions qu'elle soulève mérite

(23) C.L.C., Rep. 267, reprenant une idée du Trade Union Council (T.U.C.), mais la Commission estime qu'une disposition « impérative sur ce sujet serait fréquemment inefficace à donner une information utile. Dans de nombreux cas l'offreur ne sera pas à même de décider, tant qu'il n'a pas matériellement pris le contrôle, quel degré de rationalisation avec l'autre entreprise est possible. De plus, alors qu'il s'avérera impossible de faire observer l'exécution des intentions exposées, une disposition légale pourra encourager des prévisions inexactes ou trompeuses ». On ne peut pousser plus loin le réalisme britannique. Sur les droits des employés dans une O.P.C., cf. l'argumentation de la défense Savoy, chap. 5.

(24) Cf. II[e] part., chap. 1.

l'étude particulière que nous lui consacrerons au chapitre suivant. Il en est de même pour *b*) les *conventions* passées entre l'offreur et ces administrateurs et les avantages promis.

Les deux derniers, l'*évalution des actions* de la société destinataire visées par l'offre (A) et la *situation financière* et les perspectives de cette société (B) doivent permettre aux actionnaires sollicités de compléter leur information et d'effectuer une comparaison des avantages ou inconvénients du rapprochement auquel chacun individuellement et collectivement, est ainsi convié.

### A. — La valeur des actions visées par l'offre.

De la même manière que l'offreur proposant un échange donnait une *série* de valeurs pour les titres qu'il proposait prises à différentes époques, les administrateurs néo-zélandais et sud-africains devront fournir, tant pour un achat que pour un échange, trois séries de valeurs indicatives :

1. — *Le dernier* prix (ou cours si les titres sont cotés) disponible avant la date à laquelle la notification de l'offre a été faite à la société destinataire,

2. — Lorsque l'offre a fait l'objet d'une *annonce préliminaire* dans la Presse, le dernier prix ou cours antérieur; enfin,

3. — Une *statistique* des niveaux les plus bas et les plus hauts atteints par les titres au cours d'une période variable précédant immédiatement l'offre, statistique remplacée lorsque les titres ne sont pas cotés par toute l'information dont la société disposera quant aux prix pratiqués pendant la même période (25).

### B. — La situation financière et les perspectives de la société.

En Grande-Bretagne et en Australie, l'offreur doit indiquer de son côté ce qu'il sait des changements importants survenus récemment dans la situation financière de la société destinataire, une information identique est demandée, et donc répétée, aux administrateurs de la société destinataire (26). Le *Board of Trade* demande que les renseignements portent sur les changements intervenus dans les projets et perspectives de la société depuis la dernière assemblée, ce qui devrait normalement permettre aux actionnaires de connaître le détail des

(25) Deux ans (Afrique du Sud) ou trois ans (Nouvelle-Zélande).
(26) B.T.R. Ann. 3 (8) et Australie 10e Ann. Part. (C) 2 (*h*).

négociations et contacts entrepris par l'offreur dont jusque-là ils ne connaissent que l'aboutissement : l'offre.

L'information des actionnaires destinataires est peut-être l'aspect le plus original de toute la procédure d'O.P.C., avec son principe. Devant l'abondance autant que la précision des renseignements transmis, et sur lesquels chaque législation apporte la marque de ses soucis propres, on ne peut que rappeler ce que H. Taine disait de la littérature anglaise : « C'est une enquête instituée sur l'homme, toute positive et partant médiocrement belle ou philosophique, mais très exacte, très minutieuse et en outre très morale » (27). Malgré les difficultés d'application d'un régime volontiers touffu, on retrouve dans cette présentation des mérites de l'offre aux actionnaires l'esprit traditionnel du Droit anglais, lequel se refusant à une quelconque déclaration des droits de l'actionnaire, préfère élaborer une somme démonstrative et réaliste.

Etude médiocrement philosophique ? Elle l'est pourtant dans la « philosophie de la révélation » (*philosophy of disclosure*). Si poussée parfois, qu'à tel point certains en Grande-Bretagne s'en inquiètent (28). Une philosophie qui est l'un des plus beaux fleurons du droit contemporain des sociétés anglaises. Mais sans doute cette confiance dans les mécanismes pratiques les plus matériels d'une société par actions est-elle un hommage rendu par la Grande-Bretagne à ceux qui ont fait sa puissance.

(27) H. Taine, *Histoire de la littérature anglaise*, cit., Int., tome 5.

(28) Mais A. Sampson dans son monumental *Anatomie de l'Angleterre*, note que cette conception d'une Grande-Bretagne attentive à la participation des actionnaires à la vie de leur société est surfaite : « Quand Shell célébra en 1957 le centenaire de sa fondation, un livre magnifiquement illustré fut envoyé à tous les actionnaires à la ronde. Il n'y était pas question de pétrole mais de coquillages marins » (en anglais *shells*).

## CHAPITRE 2

# *LA RESPONSABILITE DES ADMINISTRATEURS DE LA SOCIETE DESTINATAIRE*

Dans les débuts de l'ère des sociétés, le souci essentiel du législateur résidait dans une saine constitution de la nouvelle société par actions. C'est le fonctionnement même de la technique qui préoccupe celui du XX^e^ siècle. Face à des actionnaires, devenant de simples épargnants inactifs, les administrateurs, mandataires des premiers, sont devenus eux-mêmes de véritables spécialistes professionnels (1) qui ont progressivement substitué un pouvoir né du contrôle des mécanismes de la société à l'ancien pouvoir né de l'appropriation de son capital.

La conséquence de cette évolution est que le contrôle de la société ainsi lié au contrôle de son administration, un offreur éventuel sera dans la plupart des cas dans l'incapacité de se saisir de ce contrôle sans la participation au moins bienveillante des administrateurs de la société destinataire.

Lorsque ces derniers sont en même temps actionnaires, la tentation de leur puissance peut alors les amener à soumettre la transmission de contrôle à une cession de leurs propres actions *privilégiées* par rapport à celles proposées dans l'offre aux autres actionnaires. D'une manière générale, ces administrateurs peuvent être tentés à l'occasion d'une O.P.C. de subordonner leur accord à l'obtention de

(1) Constituant en Grande-Bretagne un Institut des Administrateurs (*Institute of Directors*) qui regrouperait (1962) 38.000 membres et représenterait selon son président « une sorte de vaste clan », avec toutes les implications du terme. Cf. A. SAMPSON, cit., 533 s., sur le « triomphe social de l'homme d'affaires », qui rejoint les conclusions célèbres de J. BURNHAM sur la *Managerial revolution*.

ces compensations diverses et floues que la langue anglaise a imaginées à son habitude sous l'expression générique de « *golden handshake* ». Une poignée de main « dorée » (2).

Ces négociations et le jeu fréquent d'un véritable marché du contrôle parallèle à l'O.P.C. s'élaborent, il va sans dire, au détriment des petits actionnaires. Tout comme l'accroissement de fait du pouvoir des « nouveaux princes » (3) dans les sociétés par actions incitait la Commission Cohen en 1948 à tenter de « trouver les moyens de rendre plus aisé pour les actionnaires d'exercer un contrôle général plus effectif sur la gestion de leurs sociétés », le développement de certaines O.P.C. devait inciter les autorités à une réaction rapide. Toute la réglementation actuelle de cette technique vise d'une façon particulière à ce que les administrateurs d'une société destinataire d'une offre révèlent exactement à leurs actionnaires l'importance de leur intérêt personnel dans l'opération.

Dans ce perpétuel conflit entre leurs devoirs et leur tentation de tirer profit de leur *situation* (section 1), les administrateurs britanniques et des autres pays se sont vu progressivement interdire de tirer profit de l'offre. La révélation aux actionnaires des « compensations pour retrait de fonctions » ou de l'ensemble des *avantages directement dérivés* de l'offre (*retirement, side payments*) (section 2), ou l'interdiction sévère de l'utilisation à des fins personnelles des informations qu'ils retireraient de leur position (*insider trading*) *à l'occasion* d'une offre (section 3), vont dans ce sens.

## Section 1

## LA POSITION DES ADMINISTRATEURS DESTINATAIRES DANS UNE O.P.C.

Avant toute initiative publique, nous avons vu (4) qu'un offreur éventuel prendra toujours des contacts avec le conseil d'administration de la société destinataire dans le but naturel de sonder leur accueil et éventuellement d'obtenir de lui une recommandation en faveur de l'acceptation de sa future proposition. Le devoir des administrateurs de dévoiler à leurs mandants les avantages particuliers qui pourraient leur être consentis pour l'acquisition de leurs propres titres est

(2) Beaucoup des remarques qui suivent s'appliquent également aux actionnaires contrôlaires.

(3) Berle-Means, cit.

(4) Cf. II[e] part., chap. 2.

assez clair en Droit anglais. L'attitude, par contre, que l'on peut attendre d'eux dans de telles négociations l'est beaucoup moins (5).

Pour la préciser il faut conserver à l'esprit qu'en réalité deux questions sont simultanément posées : celle des *devoirs* des administrateurs envers leurs actionnaires (A), celle de l'attitude que ceux-ci peuvent attendre d'eux dans ce possible *conflit d'intérêt* que constitue une O.P.C. (B).

### A. — Les devoirs des administrateurs envers leurs actionnaires.

Que les administrateurs soient considérés en Droit anglais, rigoureusement comme des « *trustees* », ou plus libéralement comme des « agents » (6), leurs devoirs traditionnels envers leurs actionnaires sont de deux ordres : 1° Un devoir de « soins et habileté » (*care and skill*) et surtout 2) Un devoir de « loyauté et bonne foi » (*loyalty ant good faith*). Sur ce dernier point, le principe est clairement admis que les administrateurs doivent la « plus grande bonne foi » (*the utmost good faith*) à leurs mandants tant dans leurs rapports avec la société qu'ils dirigent que dans toute action pour son compte. De ce devoir, la doctrine dégage traditionnellement quatre *directives de conduite* distinctes (7) :

1. — Les administrateurs doivent agir de bonne foi dans ce qu'ils (et non un tribunal) considèrent comme l'intérêt de la société (8).

2. — Cependant, ils doivent exercer leurs pouvoirs dans le seul but particulier pour lequel ces pouvoirs leur ont été confiés (9),

3. — De plus ils ne doivent pas limiter leur possibilité d'exercer ces pouvoirs par des engagements personnels (10). Enfin et surtout,

4. — Ils ne doivent pas se placer dans une situation telle qu'il en résultera un conflit entre leurs devoirs envers la société et leur intérêt personnel.

Cette dernière implication permet, en pratique, aux actionnaires destinataires d'une offre de surveiller les avantages retirés par un ou

(5) Cf. les critiques de Lord CHORLEY, cit.

(6) La distinction qui naît du fait qu'avant 1844, les sociétés n'ont pas de personnalité, et de ce que leur validité dépend d'un *trust deed*, contrat de trust, a surtout un intérêt théorique en Grande-Bretagne. Cf. Lord CHORLEY, cit., et GOWER, cit., 472.

(7) L. C. B. GOWER, cit. 472, dont la distinction est classique.

(8) Appréciation subjective donc. Re Smith Fawcett/1942/Ch 306.

(9) Et non pour un motif extérieur même s'ils l'estiment dans l'intérêt également de la société. Punt v. Symons et C°/1903/2 Ch 506.

(10) Notamment par des conventions de vote. Clark v. Workman/1920/1 Irl., Rep., 107.

plusieurs de leurs administrateurs et permettre d'apprécier l'attitude de leurs administrateurs à cette occasion.

### B. — Les administrateurs dans un conflit d'intérêts lors d'une O.P.C.

La bonne foi d'un administrateur ne doit pas seulement être effective, elle doit être manifeste (11). L'indemnisation de l'administrateur qui renonce à ses fonctions à la suite d'une offre heureuse est parfois raisonnable et justifiée par la position importante que l'administrateur détenait. Une telle compensation comme tout avantage (par exemple la promesse d'un nouveau poste dans une filiale ou chez l'offreur) seraient cependant extrêmement dangereux pour les actionnaires s'ils étaient consentis de façon discrète et en dehors de tout contrôle.

Un conflit d'intérêt naît souvent d'une offre, surtout lorsque l'offre, agréée, consacre l'aboutissement d'importants accords de fond. Le conflit sera d'autant plus grave que ces compensations peuvent n'en pas être en réalité et voiler, sous une apparence justifiable, un *abus de situation* privilégiée, un détournement de pouvoirs.

En l'absence complète de textes, les tribunaux britanniques développèrent très tôt le principe de loyauté et bonne foi de façon à interdire aux administrateurs de profiter d'une situation où leur intérêt personnel risquerait d'être en conflit avec celui de la société. Plus généralement, ils élaborèrent un *principe « général d'équité »* interdisant purement et simplement à ces derniers de se placer dans de telles situations conflictuelles.

Tout d'abord développé à propos des contrats entre la société et ses administrateurs, le principe fut rapidement généralisé en même temps d'ailleurs qu'il s'assouplissait. On substitua à l'interdiction une *révélation* de l'intérêt personnel né d'une situation officielle dans la société (12). Malgré ces atténuations sensibles les paiements faits par la société à un administrateur contre son abandon de fonctions doivent non seulement être révélés à l'assemblée elle-même mais encore être

(11) « *Good faith must not only be done, it must manifestly be seen to be done.* » GOWER, cit., 478, qui complète : « Et le droit ne permettra pas à un mandataire de se placer dans une situation où son jugement sera probablement faussé pour qu'il tente de se dégager en niant que ce jugement l'a été. »

(12) Au départ, l'acte était annulable et l'administrateur pouvait être contraint de se démettre de ses fonctions, mais cette lourde sanction devint rapidement désuète. Elle disparaît dès le C.A. de 1929. Un juge célèbre comme Hatherley pouvait dire (Imperial Mercantile Credit Assoc. v. Coleman (1871) LR 6 Ch. App., p. 558 à la p. 567) qu'une révélation est insuffisante car « la société a un droit d'exiger un vote et un avis indépendant de chaque administrateur ».

expressément ratifiés par elle (13). Parallèlement, un arrêt de principe (14) appliquait l'obligation dans toute sa rigueur à l'ensemble des bénéfices « de fonction », incluant tous les « bénéfices secrets » qu'il n'aurait pas moissonné autrement que par sa situation privilégiée dans la société.

Parmi ces bénéfices secrets, il convient de comprendre l'ensemble des avantages personnels obtenus par les administrateurs lors d'une O.P.C. Dans ce domaine précis, le législateur et les tribunaux sont venus alourdir la responsabilité des administrateurs ébauchée par l'arrêt Regal en appliquant le principe de révélation non seulement aux profits réalisés en conséquence d'une offre mais généralement à l'occasion de cette opération.

## Section 2

## LES AVANTAGES DECOULANT D'UNE OFFRE (retirement and side payments)

Tant dans les Companies Acts que dans les réglementations particulières, les différents législateurs ont tout d'abord essayé de donner aux actionnaires les moyens de contrôler les paiements *compensatoires* d'un abandon de fonctions (A), qualifiés de « *retirement payments* » que l'ensemble des avantages pécuniaires consentis tant par la société que par l'offreur *en liaison* avec cette retraite (B), ou « *side payments* ».

### A. — La révélation des paiements compensatoires (retirement payments)

Aux termes de l'article 193 du C. A., 1948, lorsqu'à la suite d'une offre d'acquisition d'actions, un paiement est fait par la société à son administrateur « en compensation d'un abandon d'emploi, ou en contrepartie ou en relation avec son retrait de fonctions », celui-ci doit : *a*) prendre « toute disposition raisonnable » pour que toute notification de l'offre aux actionnaires contienne mention et détails des paiements proposés, et *b*) obtenir l'approbation de l'ensemble des actionnaires réunis en assemblée spéciale. A défaut de quoi l'administrateur, et éventuellement l'offreur, seront passibles d'une amende tandis que

(13) Art. 196, C.A., 1948 (indemnités), 197 (prêts) et 191 (paiements compensatoires) (cf. sect. 2).

(14) Regal (Hastings) Ltd v. Gulliver/1942/1 All. E.R. 378 HL.

les sommes correspondantes seront retenues en « trust » au profit des actionnaires cédants (15).

S'inspirant de ces dispositions, en les adaptant aux circonstances particulières de l'O.P.C., le *Board of Trade* en 1960 imposait, tant à l'offreur qu'à la société destinataire recommandant l'acceptation, des révélations similaires et plus larges.

Ainsi les actionnaires devront-ils savoir, en détail, « s'il est proposé en relation avec l'offre quelque paiement ou tout autre avantage à un administrateur de la société destinataire en compensation de sa perte d'emploi, ou en contrepartie ou en relation avec son retrait de fonctions » (16). Si l'approbation spéciale n'est plus exigée (elle serait matériellement impossible), l'on voit que la révélation s'étend aux divers avantages autres éventuellement que pécuniaires. Surtout, elle vise autant les compensations émanant de l'offreur que de la société destinataire.

De la même manière, les dispositions spéciales sur les O.P.C. sont plus sévères que celles du C. A. en ce qui concerne les autres paiements « parallèles ».

### B. — La révélation de l'ensemble des avantages pécuniaires consentis en conséquence d'une O.P.C.

Les dispositions seraient d'un intérêt limité si les actionnaires ne pouvaient contrôler que les paiements compensatoires qui supposent ainsi un *retrait* de fonctions d'un ou des administrateurs à la suite de l'offre.

Il existe d'autres paiements qui, quoique liés à une démission, n'apparaissent pas strictement des indemnités. L'article 194 du C. A., 1948, vient tout d'abord, étendre le contrôle des actionnaires en stipulant que pour l'application des dispositions précédentes, un paiement sera « *réputé* compensatoire » s'il a été effectué aux termes d'un accord annexe à l'offre elle-même ou s'il l'a été au cours d'un délai s'étendant entre une année avant l'offre et deux années après (17). De la sorte est prévenue la convention par laquelle on distinguait le paiement de la compensation, des accords sur le transfert de titres.

(15) L'article s'applique dans toute hypothèse de transfert d'actions résultant 1) d'une offre générale aux actionnaires, 2) d'une offre par une société envisageant la filiation de la première, et 3) une offre émanant d'un individu envisageant l'acquisition du contrôle sur 1/3 des pouvoirs de vote, ou 4) de toute offre conditionnelle à l'acceptation d'un pourcentage déterminé.

(16) B.T.R. (3) - 4. Des dispositions similaires existent dans toutes les réglementations.

(17) Art. 194 (1) (*a*) qui implique que la société destinataire ou l'offreur soit partie à l'accord (*b*).

Au surplus, l'article élargit considérablement la portée de l'obligation posée par le *Board of Trade* mais dans un sens différent. Est présumé compensatoire tout prix payé à un administrateur pour ses actions qui *excèdera* le prix offert aux autres actionnaires (18). Si bien que seront en définitive révélés tous les paiements consentis, immédiatement compensatoires ou apparemment sans rapport avec sa démission.

L'obligation de révélation imposée par le C. A. reste encore limitée aux paiements de sommes d'argent liés à un abandon effectif de ses fonctions par l'administrateur. Une extension beaucoup plus sensible de cette obligation résulte de l'application des *textes spéciaux* aux O.P.C.

D'une façon ou d'une autre, il est en effet prévu que les actionnaires devront savoir : *a*) « s'il existe ou non, aucun autre *contrat* (*agreement*) ou convention (*arrangement*) entre l'offreur et l'un quelconque des administrateurs de la société destinataire de l'offre en rapport ou sous condition du résultat de l'offre, et dans l'affirmative, ses détails », et

*b*) « Si cet administrateur possède un *intérêt* quelconque dans un *contrat passé avec l'offreur* et dans l'affirmative, le détail de la nature et de l'étendue de cet intérêt » (19).

*c*) Enfin, ils devront connaître, d'une façon plus générale, le détail de tous les contrats de *travail* en vigueur passés entre la société destinataire et ses administrateurs (20).

Les administrateurs qui ne rendraient pas compte de ces avantages seraient considéré comme transgressant leur devoir général de *loyauté et bonne foi* qu'ils doivent à leurs mandants. La seule difficulté réelle est de savoir si, en négociant les termes de l'offre avec l'offreur et en coopérant avec lui, notamment en assurant les envois et en recommandant l'acceptation de l'offre, les administrateurs ont une conduite qui les place dans « une relation fiduciaire » envers leurs mandants engageant ainsi leur responsabilité. La question n'est pas réglée en Droit anglais car les actes ci-dessus sont généralement considérés comme insuffisants pour engager cette responsabilité (21). Pour cette

(18) Art. 194 (2) (*a*) et plus généralement « toute contrepartie évaluable ». Il y a cependant des exclusions, cf. GOWER, cit. 491-2.

(19) B.T.R. (3).

(20) City Code, parag. 18.

(21) Pour entraîner une responsabilité envers la société il faudrait en droit anglais (Regal [Hastings]) que le motif du paiement (par exemple une recommandation) puisse être présumé acte de gestion et dans le cadre d'un usage des facilités et connaissances des administrateurs. Si la seconde condition est remplie, la première ne l'est pas. D'autre part, la restitution des profits indus jouerait finalement au profit de l'offreur devenu actionnaire majoritaire. Il conviendrait plutôt

raison, des propositions ont été faites pour substituer une règle plus simple selon laquelle les administrateurs sont responsables envers leurs actionnaires « à partir du moment où ils sont informés d'une O.P.C. » (22), ce qui devrait permettre aux actionnaires de connaître l'ensemble des avantages de toute nature qui sont consentis à leurs mandataires et qui pourraient alors être considérés comme des « arrangements » au sens de l'article 194.

Mais le principe de révélation étend beaucoup plus loin la responsabilité des administrateurs recevant une O.P.C.

## Section 3

## LES AVANTAGES REALISES A L'OCCASION D'UNE OFFRE (Insider trading)

Dans le cours de leur gestion, les dirigeants ont nécessairement accès à une information plus importante et parfois confidentielle dont ils peuvent être tentés de tirer un profit personnel notamment en spéculant sur les titres de la société pour réaliser ce que les américains appellent de « *l'insider trading* ». Dans la mesure où le principe fondamental de la procédure exige que tous les actionnaires reçoivent le même prix pour les actions qu'ils cèderont, ce principe serait violé si les administrateurs pouvaient impunément négocier des avantages pécuniaires supplémentaires pour celles qu'ils viendraient à posséder.

S'il apparaît difficile d'interdire aux administrateurs d'acquérir des titres à l'approche d'une offre en perspective de la hausse importante qui ne manque pas de l'accompagner, il est non moins certain que la *morale* s'oppose à ce que ces administrateurs tirent avantage de renseignements que de par leurs fonctions ils sont seuls à connaître. La protection des actionnaires contre un usage impropre de renseignements internes confidentiels par leurs mandants dépasse le cadre spécifique des O.P.C. mais elle y prend une certaine acuité.

L'usage « *impropre* » de renseignements confidentiels (A) et *l'abus de* « corporate opportunities » (B) doivent ainsi être mentionnés.

de trouver des circonstances de fait entraînant une responsabilité envers un actionnaire individuellement ; mais le simple fait que l'administrateur ait négocié les termes de l'offre et même ait adressé celle-ci avec une recommandation d'acceptation n'est pas considéré comme générateur de cette relation. Cf. Gower, cit., 492-4 et Weinberg, cit., 2623-4 sur l'ensemble de cette question, parmi les plus épineuses du droit anglais des sociétés nées de Foss. v. Harbottle (*infra*). Par contre un abus de renseignements confidentiels l'entraînerait (cf. *infra*).

(22) Weinberg, cit., 2626, développant C.L.C., Rec., 99 (*b*).

### A. — L'usage « impropre » de renseignements confidentiels.

Le Droit anglais estime justement que les administrateurs ne peuvent pas, au cours de leur activité, utiliser à leur profit personnel les facilités qui leur ont été confiées dans l'intérêt de la société sans commettre un abus de confiance (*abuse of confidence*). Ainsi doivent-ils rendre compte de tout profit réalisé dans une opération « tellement liée aux affaires de la société qu'elle peut correctement être considérée comme faite au cours de leur gestion et en utilisant leurs facilités et leurs connaissances spéciales d'administrateurs » (23).

De la sorte, un administrateur devrait révéler à ses actionnaires tout bénéfice réalisé dans un achat ou vente de titres de la société dès lors qu'une O.P.C. pour les titres de cette société est envisagée.

Quoique délicate à mettre en œuvre, la responsabilité envers la société de l'administrateur qui réalise des bénéfices personnels est plus facilement discernable que celle qui naît envers les actionnaires des manques à gagner soufferts de ses agissements. Du fait de la *règle* posée dans *Foss V. Harbottle* (24), l'administrateur n'a aucun devoir envers un actionnaire individuel, il n'est pas responsable envers lui et celui-ci ne possède aucune action directe en l'absence de « circonstances particulières » où, par sa conduite, l'administrateur pourrait être considéré comme ayant pris une position « fiduciaire » envers cet actionnaire. Il n'en sera ainsi, par exemple, que si l'administrateur a réalisé un bénéfice au détriment d'un actionnaire en lui achetant des titres sans révéler la proximité d'une offre favorable.

C'est dans cette optique qu'il faut comprendre la recommandation, révolutionnaire pour le Droit anglais, de la Commission Jenkins, qui suggère que tout administrateur faisant dans une opération portant sur les titres de sa société un « *usage impropre* » d'un renseignement « dont on peut supposer qu'il affectera notablement la valeur de ces titres », sera responsable de son acte envers *tout actionnaire* qui en aura souffert (25). Dans la mesure où il suffira d'établir l'usage impropre de renseignements et tandis que la jurisprudence décide que les administrateurs se placent en relation fiduciaire directe avec chaque

(23) L'expression est de Ld. Macmillan dans Regal (Hast.), cit., p. 392. La Commission Jenkins (Rep., 88) semble trouver déraisonnable toute velléité d'interdire aux administrateurs de spéculer sur les titres de leur société simplement parce qu'ils auraient plus de renseignements que les autres. Mais BERLE et MEANS disaient : « Les administrateurs engagés dans ce genre d'occupation n'apprécient pas qu'on la révèle. Et lorsque les hommes d'affaires sont réticents à voir se révéler leurs méthodes même après coup, il est habituellement sain de conclure que leur jugement éthique ne les apprécie pas. »

(24) Cet arrêt célèbre en droit anglais que nous considérerons en détail au chapitre suivant, traitant des droits des minoritaires.

(25) C.L.C., Rec., 99 (*b*).

actionnaire *dès* qu'ils sont informés de l'imminence d'une offre, les actionnaires pourront ainsi exiger la révélation non seulement des avantages octroyés par l'offreur ou leur société mais finalement de l'ensemble des bénéfices secrets de toute nature réalisés par les administrateurs dans leurs fonctions à l'occasion d'une offre.

Ces propositions ne sont malheureusement pas encore du droit positif et les seules dispositions tendant à décourager un éventuel « *improper insider trading* » lors d'une O.P.C. se limitent à :

*a*) La révélation dans la réponse de la société destinataire du nombre d'*actions* que détient chaque administrateur, dans la société, chez l'offreur ou l'une de ses filiales,

*b*) la *précision* que l'administrateur accepte ou à l'intention d'accepter l'offre pour ses propres titres (26).

La seule sanction réelle derrière ces dispositions de révélation réside dans le fait très relatif, que la plupart des administrateurs n'apprécieront pas que l'on sache qu'ils tirent avantage d'informations internes confidentielles. Les principes généraux gouvernant la responsabilité des administrateurs envers leurs actionnaires n'apportent actuellement que des solutions insuffisantes pour prévenir un abus de situation. Tandis que la Commission Jenkins reconnaît la très grande difficulté qu'aura l'actionnaire plaignant de prouver ses dires, d'autres dispositions protectrices s'avèrent nécessaires. Les solutions américaines en la matière sont ici, intéressantes.

### B. — « Short-swing profits » et « corporate opportunities » en droit américain.

A côté de dispositions de révélation similaires à celles du Droit anglais et tendant à indiquer aux actionnaires, par une publicité adéquate, l'importance des participations des administrateurs au capital des sociétés qu'il gèrent (27), certaines solutions américaines, profondément réalistes, sont souvent audacieuses même pour un esprit britannique.

(26) B.T.R. (3) - 1, 2, 3, et City Code, parag. 17.

(27) Aux termes de la sect. 16 (*a*) du Securities Exchange Act, 1934, tout *insider* (administrateur, officiel ou actionnaire détenant plus de 10 % des titres) d'une société enregistrée sur un Stock Exchange doit déposer auprès de la Securities Exchange Commission un relevé de ses participations et chaque mois un relevé complémentaire sur les opérations effectuées. Ces renseignements sont publiés dans l'*Official Summary of Securities Transactions and Holdings* : P. COOK-M. FELDMANN, « Insider trading under the S.E. Act », *Harvard Law Review*, 1953, p. 385. C'est une disposition semblable qu'adoptera la Commission des Opérations de Bourse en France dans les articles 162 (1) de la loi du 24 juillet 1966 et 153 (1) à (16) du décret du 23 mars 1967.

Ainsi, tout bénéfice réalisé par un « *insider* » à la suite d'une acquisition suivie de revente des titres de la société effectuée dans les six mois est qualifié de : « *short swing profit* » et présumé appartenir à la société qui peut le récupérer s'il s'avère qu'il découle d'un « abus de (sa) position en négociant des titres de (sa) société sur la base de renseignements non connus du public » (28).

On s'accorde pour admettre que la « rudesse (de la disposition) frappe globalement les gens qui doivent être frappés et surmonte la difficulté d'établir l'intention réelle de l'*insider* » (29). Loin d'éliminer l'aspect immoral d'un abus d'information confidentielle, son rôle surtout dissuasif le souligne en contraignant l'administrateur à « prouver son innocence » s'il entend conserver le résultat financier de l'opération. Le pouvoir engendre la responsabilité.

D'une manière plus générale, le droit américain évite le *danger* consistant à ne mettre en jeu la responsabilité des administrateurs que lorsque les bénéfices discutés sont réalisés par eux dans leurs fonctions (ce qui entraîne une preuve délicate de relation de cause à effet), en décidant tout simplement que leurs fonctions est une « *corporate property* », un bien social. Dès lors, toute « *occasion d'affaire* » (*business opportunity*) est une « *corporate opportunity* » dont les bénéfices éventuels sont acquis à la société (30).

Dans un même ordre d'idées, alors qu'il reste toujours difficile lors d'une O.P.C. de contester les paiements supplémentaires effectués pour la cession du bloc d'actions qui, en pratique, confère le contrôle de la société, les tribunaux américains semblent admettre que les administrateurs ne sont pas fondés à retenir un supplément de prix obtenu parce que leurs titres permettent ce contrôle. Si le contrôle possède une certaine valeur, tous les actionnaires constituant cette société et pas seulement les « *happy few* », doivent pouvoir en profiter. Moins proches des principes généraux que leurs correspondants outre-atlantiques, législateurs et tribunaux anglais n'aboutissent qu'avec peine et non sans ambiguité à des solutions semblables (31).

(28) Sect. 16 (*b*).

(29) Cook-Feldmann, cit., p. 386 ; voir également les critiques que ces auteurs administrent à la disposition. En pratique, cependant, l'obligation de révéler de la sect. (*a*) *est strictement respectée.* C.L.C., Min., p. 1076.

(30) Anon. *Corporate Opportunity,* H.L. Rev., 1961, 765 (sur une théorie célèbre du Prof. Jennings, *Trading in corporate control,* 1956, Calif. L. Rev.), cf. Gower, cit., 494, pour une présentation de cette théorie.

(31) Le droit anglais a toujours admis que les actionnaires contrôleurs pouvaient obtenir un prix plus important pour leurs actions, ce que l'O.P.C. vient d'ailleurs contredire. Pour des administrateurs, les hésitations sont nombreuses. Weinberg, cit., 2624, n. 5, estime qu'ils pourraient être considérés comme s'étant placés dans une situation impossible de conflit entre devoir et intérêt. Sur les problèmes posés en droit anglais pour la cession d'actions de contrôle, Gower, cit., 494.

En définitive, la seule protection effective des actionnaires contre l'activité personnelle de leurs mandants semble plus résider dans une *publicité extensive de leur activité* que dans des interdictions trop précises. Berle et Means remarquaient déjà (32) que « dans la mesure où les critères du dévoilement des affaires sociales deviendront plus exigeants, le problème de l'attitude des administrateurs et dirigeants sur le marché deviendra moins important ». Essentiellement cela signifie que dès qu'une offre est imminente, les actionnaires doivent être assurés de recevoir l'information la plus complète sur tous les faits susceptibles d'influencer la valeur de leurs titres, ce qui rejoint les conclusions du chapitre précédent.

(32) Cit., pp. 329-30.

## CHAPITRE 3

# *LA PROTECTION DE LA MINORITE DISSIDENTE*

Tout comme la situation des actionnaires minoritaires dans une société peut parfois être, « tout sauf satisfaisante » (1), celle des quelques actionnaires qui se sont opposés à une O.P.C. se révèle délicate lorsque l'offre a été acceptée. Nous avons vu (2) que dès qu'une proposition d'acquisition de la totalité du capital d'une société a été acceptée par les détenteurs des neuf-dixièmes en valeurs des titres visés, l'offreur a la possibilité d'exproprier effectivement les dissidents. A moins que sur leur appel un tribunal estime qu'il y a lieu d'« ordonner autrement », ces actionnaires devront céder leurs titres aux conditions de l'offre initiale.

La procédure d'expropriation de l'article 209 (1) britannique et des articles similaires ailleurs, *réserve* ainsi le droit des actionnaires dissidents de s'opposer à leur expropriation en demandant une intervention judiciaire. D'une manière plus générale, la plupart des procédures de concentration de sociétés du Droit anglais prévoient une intervention des tribunaux pour protéger les parties les plus faibles et surveiller la procédure. Pour les unes, la sanction d'une Cour est nécessaire ou son veto susceptible d'être invoqué (3). Dans toutes,

(1) COHEN, Rep., 141.

(2) Cf. II[e] part., chap. 4.

(3) Aux termes de l'art. 206-8, lorsqu'une convention votée par les 3/4 en valeur des membres décide le transfert des actifs sociaux à une autre société en échange de titres, ce qui correspond à notre fusion, une Cour doit sanctionner la convention et peut prendre toute mesure souhaitable pour assurer ce transfert et éventuellement la dissolution de la société cédante. Dans l'art. 287, qui prévoit au cas de dissolution la possibilité d'un rachat des actifs en échange de titres, tout

comme l'expose Gower, « l'attitude des Cours est discrétionnaire et cette discrétion est clairement conçue comme la sauvegarde vitale des intérêts des personnes lésées et comme la protection de la minorité contre la possibilité d'être sacrifiée aux intérêts de la majorité » (4).

Cette garantie *ultime* des opposants à une O.P.C. s'avère en réalité moins protectrice qu'il ne paraît. Les Cours britanniques, quoique conscientes de leur mission, se montrent en même temps réticentes, en l'absence d'excès démontrant une « *unfairness* » de l'offreur, à contrarier un projet accepté par la majorité.

Les difficultés de la protection des *dissidents* dans la procédure d'expropriation de l'article 209 (1) C. A., 1948 (Section 1), liées à celles d'une protection générale des *minoritaires* en butte à des décisions contraignantes de la nouvelle majorité (Section 2) constituent alors des données essentielles pour apprécier le développement parallèle de modalités *administratives* de protection, dont l'*enquête du Board of Trade* menée aux termes de l'article 185 (b) du C. A. au cas de *conduite oppressive* » de la société à l'égard d'une partie de ses membres (Section 3) constitue le fleuron majeur.

## Section 1

## LA PROTECTION JUDICIAIRE DES MINORITAIRES DISSIDENTS MENACES DE L'EXPROPRIATION DE L'ARTICLE 209 (1)

L'expropriation des actionnaires dissidents à une offre acceptée par plus de 90 % des titres visés a été considérée. On notera ici qu'elle peut être empêchée si, à la suite d'un appel de leur part devant un tribunal, la Cour annonce qu'elle « estime opportun d'ordonner différemment » (5).

En l'absence de directives dans l'article 209, la jurisprudence britannique adopte cependant une attitude *restrictive* (A) défavorable aux dissidents, ne prenant de *décision* en leur faveur (C) que lorsqu'ils peuvent établir l'existence de circonstances spéciales manifestant l'« *unfairness* » de l'offreur (B).

actionnaire mécontent de la résolution spéciale autorisant ce rachat peut demander soit l'interdiction, soit son propre rachat par la société.

(4) Gower, cit., 563.

(5) « *Unless on an application made by the dissenting shareholder within one month from the date on which the notice was given the Court thinks fit to order otherwise.* » Cf. II° part., chap. 4 s.

### A. — L'attitude restrictive des tribunaux.

A la lumière de l'arrêt le plus ancien et du premier (1962) où un appel de l'actionnaire fut favorablement accueilli, l'attitude des tribunaux britanniques apparaît double :

1° Il découle de l'intitulé de l'article 209 (1) que c'est *à l'actionnaire* de démontrer que la Cour devrait interdire l'expropriation (6), et

2° L'acceptation du projet par une aussi large majorité que celle constituée par les 90 % des titres visés à l'article, permet de *présumer* que le *projet était « fair »*, et sauf en des circonstances « spéciales », la Cour refusera d'agréer la demande; elle est réticente, *a priori*, à opposer sa propre conception de la « *fairness* » d'un projet à l'opinion d'une telle majorité (7).

Ainsi, il existe d'une part, une *présomption* de valeur en faveur de l'offreur heureux qui repose sur l'importance de l'approbation de l'offre; et de l'autre, il s'avère qu'en matière de sociétés les juges anglais (à l'opposé en cela des juges français) se refusent à contredire une opinion majoritaire prise par des techniciens des affaires. Pour reprendre un exemple imagé célèbre que nous avons déjà en son temps cité, il en résulte que l'actionnaire devra démontrer qu'« étant le seul homme du régiment à marcher à contretemps, il est le seul dont l'opinion doive prévaloir » (8), tâche qui s'avèrera extrêmement lourde en l'absence de motifs solides.

### B. — « Les circonstances spéciales » établissant l'« unfairness » de l'offreur.

Il est tout d'abord certain que l'actionnaire ne peut se contenter pour fonder sa demande, de soutenir qu'ainsi faite, l'offre initiale donnait prise à la critique et que, par exemple, un projet meilleur eût pu être élaboré (9). Ou bien, que l'offreur, au cours d'une proposition d'échange, s'est montré trop discret sur sa propre situation financière en n'adressant que des documents incomplets (10), ou en sous-évaluant des postes de l'actif de la société destinataire (11). Il ne suffit donc pas que les éléments chiffrés de l'offre soient critiquables

(6) Lord Evershed, *in* Re Bugle Press (cf. note 13), en appel.
(7) Maugham J., *in* Re Hoare et C° (1933), 150 LT, p. 375.
(8) Vaisey J., *in* Re Sussex Bricks C° Ltd/1961/Ch 289, p. 291.
(9) Re Sussex Bricks, cit., p. 291.
(10) *Id.*, 292-3.
(11) Re Press Caps/1949/Ch. 434 (C.A.).

ou que les renseignements fournis soient insuffisants, il faut que l'offre ait été « *unfair* » au vu de circonstances caractéristiques (12).

De telles circonstances furent ainsi retenues dans *Re Bugle Press Ltd,* où plusieurs Cours devaient successivement intervenir (13) et pour la première fois soutenir des actionnaires dissidents. Dans cette affaire l'offreur n'était pas indépendant des actionnaires acceptants. Ceci rendait l'offre « *obviously unfair, patently unfair* ».

Des trois actionnaires d'une société d'édition au capital de 10.000 actions au nominal de 1 livre, deux en détenaient chacun 4.500. En 1958, les deux actionnaires majoritaires constituaient une société dont ils étaient les seuls membres (14) et dont l'unique activité fut de lancer une offre aux trois actionnaires éditeurs pour acquérir la totalité de leurs titres à 10 livres l'une. L'offre était fondée sur une évaluation extérieure apparemment impartiale et le document précisait que les deux majoritaires naturellement acceptaient pour leur participation. Comme il fallait s'y attendre l'actionnaire restant refusait l'offre et sur l'avis de la société offrante de l'exproprier sollicita l'intervention d'un tribunal.

Le juge initial estima que le simple fait que la société offrante avait été créée pour l'occasion par les majoritaires de la société destinataire, constituait une hypothèse où une Cour pouvait exercer sa discrétion d'intervention. Il considéra que l'article 209 (1) n'était pas utilisé dans le but constitutionnellement fixé, et décidait que la présomption en faveur de la majorité ne pouvait jouer. Obligeant les offreurs à justifier l'expropriation du minoritaire (par exemple, que celui-ci « agissait d'une manière ou d'une autre de façon destructrice ou hautement néfaste aux intérêts de la société pour quelques motifs entièrement personnels »), il constatait qu'une telle preuve n'avait pu être apportée et qu'ainsi cette affaire en était « certainement une où la Cour devait " ordonner autrement " » (15).

Les offreurs contestèrent alors le principe du renversement de la charge de la preuve. En appel, le président lord Evershed retint que,

(12) La notion est intraduisible sinon par « malhonnêteté », mais on n'appréciera pas alors les contraventions plus subtiles à un code d'honneur entre la majorité et la minorité. Re Evertite Locknuts/1945/Ch. 220.

(13) Re Bugle Press/1961/Ch. 270 - /1960/3 All. E.R. 791.

(14) Une *private company* ne nécessite que deux membres.

(15) « Si des individus qui détiennent eux-mêmes 90 % des actions d'une société constituent une autre société pour agir conformément à l'article, il serait contraire à la politique de l'article d'autoriser une offre par cette société ; parce qu'elle sera simplement une émanation des 90 % acceptants, il n'y aura pas de majorité indépendante exerçant une sorte de choix désintéressé dans la question de savoir si oui ou non l'offre doit être acceptée, et l'opération sera simplement une manœuvre (*device*) pour permettre à la majorité d'acquérir la participation de la minorité. » BUCKLEY J., De Bugle Press, 1960, cit., 276-8.

dans la mesure où l'on se trouvait manifestement en présence de « circonstances spéciales », le juge de première instance avait pu valablement *écarter* la présomption de valeur. La Cour confirmait alors l'arrêt initial (16).

Dans cette affaire exceptionnelle, il convient de remarquer que l'actionnaire dissident ne discutait pas le prix proposé. Dans d'autres hypothèses, une simple relation entre l'offreur et les acceptants ne constituerait sans doute pas un motif suffisant pour renverser, comme le fit le juge initial dans *Re Bugle Press*, la charge de la preuve sur l'offreur en l'absence d'une insuffisance de la contrepartie. En définitive, cette « répartition » des preuves est une question de degré où les tribunaux exercent leur « discrétion ».

De fait, on voit que les principes retenus par les Cours britanniques, simples en théorie, se révèlent particulièrement délicats à mettre en pratique, et l'on reproche volontiers à ces Cours de perdre de vue le motif sous-jacent à leur intervention dans la procédure.

Initialement, le législateur avait envisagé une expropriation sous la *double réserve* : 1° d'une approbation par une large majorité, et, 2° d'une attitude discrétionnaire des tribunaux pour l'interdire. La seconde réserve tend nettement dans l'évolution actuelle de la jurisprudence à disparaître sous la première. Dans la mesure où « des droits privés sont expropriés (ces tribunaux) devraient être plus disposés à prêter l'oreille à la critique de termes inadéquats et accepter la responsabilité de juger de la valeur objective d'un projet » (17). A la faveur déjà exceptionnelle de la Loi pour une procédure audacieuse et finalement exorbitante ne doit pas pouvoir s'ajouter la faveur judiciaire pour l'opinion d'une majorité qui n'aurait pas été clairement dégagée.

### C. — L'aide de la Cour.

Dans l'état actuel de cette jurisprudence, ce n'est donc que dans de rares cas, qu'un tribunal sollicité par un actionnaire dissident « d'ordonner autrement », selon l'expression de l'article, « estime opportun » d'interdire une expropriation.

Cette possibilité ouverte aux tribunaux se retrouve dans toutes les législations, mais la rareté des arrêts favorables ne permet pas d'établir avec certitude les pouvoirs exacts de ces tribunaux. L'interdiction

(16) En reprenant l'expression de Maugham J. dans Re Hoare and C°, cit., qui parlait de *very strong grounds* suffisants pour ouvrir à la Cour son pouvoir discrétionnaire. « Il est clair que l'article est dirigé vers un cas où il y a projet d'acquisition ou de réorganisation d'une société et où l'offreur est indépendant des actionnaires de la société cédante. »

(17) WEINBERG, cit., 1439.

d'exproprier est une protection mais ce n'est qu'avec une recommandation récente de la Commission Jenkins qu'une Cour pourra admettre l'expropriation dans des conditions financières modifiées (18).

Une telle solution devrait permettre aux dissidents de résoudre le dilemme peu heureux d'un choix entre rester minoritaire face à une majorité hostile ou céder dans des conditions catastrophiques.

Aux côtés de cette protection limitée existe la perspective plus large d'*actions judiciaires* contre des résolutions qui, prises par la nouvelle majorité, frauderaient les intérêts de la minorité.

## Section 2

## LA PROTECTION JUDICIAIRE AU CAS DE FRAUDE A LA MINORITE

Une des règles classiques du Droit anglais des sociétés confère, comme en Droit français, à la majorité des actionnaires les droits les plus étendus dans un conflit avec une minorité. « C'est la société considérée comme un tout qui fait prédominer ses intérêts, et... en général, les intérêts de la majorité des membres doivent être considérés comme ceux de la société » (19).

Si cette majorité dispose ainsi d'une certaine omnipotence, fondamentale pour la vie sociale, et qui, nous l'avons vu, permet à la limite d'exproprier les minoritaires, les tribunaux ont été cependant amenés à limiter de façon précise ce pouvoir afin de protéger les actionnaires qui, demeurant dans leur société devenue filiale de l'offreur, sont en butte à des décisions majoritaires constituant manifestement ce que le Droit anglais appelle génériquement une « *fraude à la minorité* » (*fraud on the minority*).

Le sens exact de l'expression est vague, et la jurisprudence britannique ne l'a pas encore explicité de façon satisfaisante (20), mais le principe a été utilisé pour annuler des résolutions :

(18) C.L.C., Rec. 294 (1) (*vi*). A condition : 1) que la compensation soit honnête (*fair*) et 2) que l'expropriation soit faite « de bonne foi et dans l'intérêt de la société considérée comme un tout » (*bona fide for the benefit of the company as a whole* : expression célèbre de Lindley M.R., *in* Allen v. Gold Reefs of West Africa/1900/1 Ch., p. 67).

(19) Gower, cit., 456.

(20) Gower, cit., 509, note que *fraud* et *minority* sont conçus de façon lâche (*loosely*). La C.L.C. stigmatise un *notoriously vague concept*, Rep., 206. La jurisprudence implique « certains actes de caractère frauduleux » dont « des exemples familiers sont ceux où la majorité essaie directement ou indirectement de s'approprier des biens qui appartiennent à la société ». Davey J., *in* Burland v. Earle/1902/ A.C. 83, p. 93. On notera que le Droit anglais se place dans l'optique opposée de celle du Droit français, qui parle plutôt d' « abus de majorité » ; mais l'esprit est naturellement très semblable.

1. — expropriant la société de ses biens au profit d'un groupe tiers;

2. — délivrant les administrateurs d'une partie de leurs devoirs et surtout

3. — aliénant les droits de certains actionnaires officiellement au nom de l'intérêt social (21).

Etant donné l'attitude restrictive des Cours, il s'avère en pratique difficile de protéger les dissidents à une offre non seulement contre une expropriation statutaire, mais contre un « *abus* néfaste ou discriminatoire *de pouvoirs* » (*malicious or discriminatory abuse of power*) (A). Là encore, la solution se trouve non dans des principes mais sous la forme *d'actions* « personnelles ou dérivées » et surtout ici dans un droit d'*appel spécial* devant les tribunaux au cas de « *conduite oppressive* » de la majorité (B).

### A. — Fraude à la minorité et usage discriminatoire du pouvoir.

Les arrêts anciens décidaient, par exemple, qu'une résolution ajoutant aux statuts une clause imposant à tout actionnaire de céder ses titres s'il en était requis par les détenteurs de 90 % du capital émis, parce qu'elle avait été imposée par les détenteurs de 98 % des titres qui n'acceptaient de fournir des capitaux supplémentaires que si les 2 % restants leur étaient cédés et à la suite du refus de ceux-ci ne pouvait être dans l'intérêt de la société mais uniquement dans celui de la majorité (22).

Mais par la suite, une résolution obligeant un actionnaire concurrent de la société à lui céder ses titres fut admise dans la mesure où la majorité avait fait la preuve que cette résolution était « de bonne foi dans l'intérêt de la société » (23).

Lorsque le législateur de 1929 introduisit l'expropriation des dissidents dans l'article 209 actuel, il s'avéra que si l'assistance jurisprudentielle de l'offreur était beaucoup plus large, les conditions d'octroi en étaient plus sévères, lui imposant notamment d'établir la *valeur pour la société* du projet entrepris.

De fait, l'actionnaire ne sait pas très bien actuellement s'il est protégé simplement au cas de mauvaise foi de l'offreur (critère subjectif) ou si, de plus, la Cour devra apprécier l'intérêt de la société (critère objectif). Sans entrer dans les dédales d'une question qui fait

(21) Menier v. Hooper's Telegraph Works (1874) 9 Ch., App., p. 350 et Punt v. Symons C°/1903/Ch 506.

(22) Brown v. British Abrasive Wheel C°/1919/1 Ch. 290.

(23) Sidebottom v. Kershaw Leese C°/1920/ 1 Ch. 154 (C.A.).

couler beaucoup d'encre (24), on se contentera de noter qu'il devient en Droit anglais nécessaire d'élaborer un *principe général de protection* des minoritaires. Un tel principe qui sanctionnerait tous les abus commis au détriment des dissidents restants dans une nouvelle filiale pourrait être fondé sur l'impropriété des motifs de la majorité, pour interdire toute décision collective : 1° dont le motif est de « blesser la minorité », ou 2° qui a été votée sans « raisonnablement l'avoir considérée comme bénéficiant à un membre hypothétique de la société » (25). En définitive, la qualification de décision discriminatoire suffirait pour placer la charge de refuter cette assertion sur ceux qui cherchent à soutenir cette décision (26).

### B. — Les recours judiciaires des dissidents.

Un certain nombre « d'actions » permettent en Droit anglais aux actionnaires opposés à une majorité insistante de se défendre soit contre une résolution les expropriant, soit, et d'une manière plus générale, contre toute initiative les privant d'une partie de leurs droits dans la nouvelle filiale.

La difficulté essentielle d'une action contre les administrateurs nommés par l'offreur (violant leurs devoirs de loyauté et bonne foi) réside dans le fait qu'à la suite de la célèbre règle dégagée dans *Foss v. Harbottle* en 1843, la société est le seul plaignant légal pour une violation de devoirs qui ne sont dus qu'à elle et non à un actionnaire, individuellement (27).

Exceptionnellement cependant, l'actionnaire minoritaire pourra agir sans attendre une initiative problématique de sa société lorsqu'il pourra alléguer : 1° Que l'un de ses droits propres a été ou va être violé, ou 2° Que le groupe majoritaire agit frauduleusement envers la minorité. Malheureusement s'il est déjà difficile de définir ce qu'est la fraude à la minorité, des *confusions* existent également entre deux types d'actions disponibles.

La fraude à la minorité peut, tout d'abord, consister en une initiative indirectement dirigée contre certains actionnaires. Par exemple, une cession des biens sociaux à l'offreur-majoritaire, parce que ses

(24) GOWER, cit., 509-523.

(25) GOWER, cit., qui estime que finalement la Cour ne permettra l'expropriation que si les circonstances sont « à première vue bénéfiques pour la société ».

(26) Solution de GOWER, cit., 522, qui reconnaît qu'étant donné la tendance jurisprudentielle à la fusion des critères objectif et subjectif, sa proposition de distinction est une « hérésie ».

(27) Foss v. Harbottle (1843) Share 461 dont GOWER, cit., 528, dit « s'il n'y avait pas d'exceptions la minorité serait complètement entre (les) mains (de la majorité) ».

termes causent un préjudice direct à la société, ouvre une action « *dérivée* » aux dissidents pour conserver les droits de leur société. Il serait autrement impossible d'empêcher une fraude. Mais indépendamment de cette action, l'actionnaire dispose d'actions *personnelles*, et l'article 72, C. A., 1948 prévient, notamment, le risque couru par l'actionnaire qui, s'étant refusé à céder ses titres s'y verrait contraint par une modification des droits attachés à ses actions.

De fait, alors que ce sont les actions personnelles qui devraient être développées et élargies dans un cadre général souple, la jurisprudence s'est surtout intéressée aux actions dérivées. Mais leur maniement est incontestablement très délicat car l'actionnaire ne sera protégé contre une fraude éventuelle que s'il établit que le préjudice social est de caractère frauduleux et que le contrôle exercé sur la société empêche toute action de sa part, tâche extrêmement difficile même si les Cours admettent assez souplement des renversements de la charge de la preuve (28).

### C. — L'« ordre » sanctionnant une « oppression de la minorité » de l'article 210, C.A. 1948.

La recherche d'une protection plus aisée et plus immédiate a finalement abouti à la théorie de l'*oppression de la minorité*.

Aux termes de l'article 210, C. A. 1948, tout actionnaire alléguant que les affaires de la société sont « conduites d'une manière oppressive envers certains des membres », peut s'adresser à un tribunal, lequel, dans la mesure où il admet que les faits justifieraient une dissolution de la société mais que cette solution serait préjudiciable pour ces actionnaires, pourra alors et à son tour prendre toute décision de protection qu'il jugera utile.

Quoique là, également, il soit difficile de déterminer ce qu'il faut entendre par « conduite oppressive », la Commission Cohen, puis la Commission Jenkins, ont insisté sur le rôle essentiel de cette procédure pour une protection « juste et équitable » des actionnaires soumis à des pressions diverses de la part d'une majorité hostile, l'étendant à des actes isolés ainsi qu'à une attitude « *unfairly prejudicial* » et donnant aux Cours des pouvoirs de solution très variés (29).

Constamment à la recherche d'un « remède » général de protection des minoritaires dissidents sans exclure des actions déterminées,

(28) C.L.C., Rep., 193 s.

(29) La C.L.C., Rep., 203 s., qui retient la définition des dictionnaires (*burdensome, harsh and wrongful*) considère la notion comme « aussi bonne qu'une autre » sauf à admettre qu'elle est trop forte. Elle préfère la *violation of the condition of fair play* posée par Ld. Cooper *in* Elder et Wastson Ltd/1952/S.C., 55.

le législateur entend interdire toute pression, directe ou sournoise, à leurs intérêts raisonnablement compris dans la nouvelle filiale. C'est ce même objectif que ce même législateur a voulu atteindre, mais cette fois d'une façon plus souple en organisant une protection administrative des minoritaires dissidents.

## Section 3

## LA PROTECTION ULTIME : L'ENQUETE DU BOARD OF TRADE DE L'ARTICLE 165 (b) C.A. 1948

En même temps qu'il accroissait les pouvoirs des tribunaux, le Comité Cohen recommandait de confier au *Board of Trade* des *pouvoirs étendus* pour enquêter sur la gestion des sociétés britanniques.

Entre autres domaines d'intervention, le *Board* peut ainsi. aux termes de l'article 165 (b) du C. A., 1948, ordonner une enquête « s'il apparaît que les circonstances suggèrent que les affaires de la société sont conduites de façon frauduleuse ou illégale, ou d'une manière oppressive pour certains de ses membres, ou que ses dirigeants se rendent coupables de fraude, abus de pouvoirs, ou de toute autre conduite critiquable, ou, enfin, que ses membres n'ont pu recevoir toute l'information qu'ils pouvaient raisonnablement attendre ».

Cette enquête administrative protégeant des actionnaires dissidents contre les atteintes d'un offreur-majoritaire hostile s'est révélée particulièrement prisée à l'usage. Elle présente des avantages indéniables sur celle de l'article 210. Tout d'abord, elle permet à l'actionnaire d'obtenir l'information complète qu'une O.P.C. menée d'accord avec le groupe majoritaire de la société destinataire ne lui aura pas toujours permis de recevoir. Surtout, elle lui donne un remède supplémentaire et plus contraignant au cas d'oppression.

Outre qu'elle est menée de manière très souple (30), les conclusions de l'enquête peuvent amener le *Board* à suggérer la dissolution de la société, un « ordre » de l'article 210, quand il ne décidera pas d'intenter lui-même une action au nom de cette société pour réparer toute fraude, recouvrer tout bien cédé, rétablir tout droit individuel; et ce aux frais de l'Etat et non comme c'est le cas dans toutes les autres procédures, aux frais de l'actionnaire.

L'intervention du *Board of Trade* dans la procédure d'O.P.C. illustre l'importance croissante qu'attachent les autorités au déroulement

(30) Le plus souvent sur une plainte, même anonyme, mais parfois de la propre initiative du *Board*. L'enquête couvre toutes les circonstances où une autre action est disponible.

harmonieux d'une opération exceptionnelle. Nous en verrons en fin de cette étude l'ampleur et la précision (31). Mais elle souligne en même temps les difficultés rencontrées dans l'effort de protection des actionnaires contraints par une nouvelle majorité. L'expropriation d'un actionnaire reste toujours une solution vue avec faveur par les Cours lorsqu'elle est proposée dans l'intérêt commun et lorsque l'offreur estime de bonne foi que la présence d'un opposant ne facilitera pas le développement des projets entrepris avec l'offre.

Mais si la situation des actionnaires « gelés », « *frozen out* » (32) dans leur situation de minoritaires n'est pas facile, on peut considérer que ces dissidents disposent maintenant d'un arsenal relativement *impressionnant* de dispositions protectrices contre toute la gamme possible des pressions, atteintes ou violations à leurs droits qu'entraîne inévitablement la mise en œuvre de l'O.P.C. Si les notions de fraude ou d'oppression de la minorité ne donnent peut-être pas (mais probablement plus en théorie) l'aisance que celle d'abus de droit donne par sa souplesse aux tribunaux français, l'intervention protectrice du *Board of Trade* qui pallie souvent l'obstacle majeur des frais de procédure, aboutit en pratique à des résultats identiques et d'une manière bien semblable.

(31) Cf. chap. 6.

(32) Selon l'expression « expressive » de la pratique américaine, cf. Anon. *Freezing out minority shareholders*, Harvard Law Review, 1961 et A. Hill, *The sale of controlling shares*, H.L.R., 1957.

## TITRE DEUXIEME

# LA DEFENSE EVENTUELLE DE LA SOCIETE DESTINATAIRE

Toutes les offres ne sont pas désirées. Contre certaines, la société destinataire doit parfois se défendre. A côté des garanties résultant pour la société destinataire du respect d'un cadre et d'une procédure pour l'offre qui l'atteint, il existe naturellement un certain nombre de moyens qui doivent lui permettre de se défendre contre une proposition faite par surprise et destinée à renverser ses dirigeants. Cette défense de la société destinataire face à une offre *disputée* est efficace lorsque les relations des administrateurs et des actionnaires permettent d'attendre des seconds un soutien des premiers.

En dehors du fait que certaines tactiques défensives peuvent cependant être considérées comme « incorrectes », l'éventail des méthodes possibles de protection de la société destinataire contre une offre importune montre qu'en réalité les administrateurs n'ont pas le droit de tout mettre en œuvre pour éviter un renversement de contrôle. Les péripéties du conflit célèbre qui devait opposer la *Savoy Hotel Ltd* et Charles Clore en 1954 et entraîner deux enquêtes successives du *Board of Trade*, suggèrent quelques limites dont l'appréciation dans l'état actuel du droit anglais des sociétés s'avère délicate.

Sans que cette répartition soit péremptoire, l'analyse de cette défense se présentera, comme elle, le plus souvent en pratique sur deux plans successifs :

CHAPITRE 4 : *Les méthodes de dissuasion,*

CHAPITRE 5 : *Les méthodes de défense.*

## CHAPITRE 4

# *LES METHODES DE DISSUASION*

Bien avant que les documents contenant l'offre soient envoyés aux destinataires, souvent même avant que ses administrateurs soient approchés par l'offreur pour un sondage d'attitude, la société destinataire peut être alertée de l'existence d'un projet. Le plus souvent, des acquisitions insistantes de ses titres sur le marché en signaleront l'imminence. La personnalité de l'offreur révélée, les administrateurs pourront naturellement accueillir avec chaleur le rapprochement proposé. Beaucoup plus fréquemment cependant, ils s'inquièteront (1) ; et avec eux, le groupe contrôleur pourra envisager certaines mesures préventives destinées à protéger la société contre un éventuel rapt public.

De l'efficacité de ces mesures dépendra le potentiel de résistance d'une société à une offre par surprise non désirée.

Essentiellement destinées à empêcher l'acquisition par un offreur éventuel d'une majorité des titres ou, tout au moins à ôter tout effet à la détention qui en résulterait, ces mesures comprendront essentiellement : des dispositions *structurant* d'une manière particulière *le capital* de la société (Section 1). Parmi celles-ci une place particulière doit être faite aux *clauses statutaires d'agrément* protectrices des sociétés privées (Section 2). Enfin, des mesures purement *préventives* d'une offre proche, ou mesures proprement de dissuasion (Section 3), sont envisagées.

(1) Ils pourraient même s'en féliciter, mais savoir que la majorité des actionnaires y sera hostile et loyalement se décider à protéger la société.

## Section 1

## LES DISPOSITIONS STRUCTURELLES DE PROTECTION

Une socété est évidemment moins vulnérable à une tentative d'acquisition d'une majorité de ses actions si elle est liée à d'autres, au sein d'un groupe, par un système de *participations croisées* dans leur capital respectif (A) ou organisées selon un régime de *contrôle pyramidal* (B). Dans ces cas, l'offreur ne pourra pas acquérir une majorité des titres tandis qu'une participation minoritaire ne lui donnera jamais de contrôle de fait. Inversement, la pondération ou la suppression des *droits de votes* (C) ne donnera éventuellement aucun effet à l'acquisition d'une majorité.

### A. — L'organisation de participations croisées ou circulaires (interlocking shareholdings)

Tandis que la Loi de 1948 interdit à une filiale d'acquérir des titres de sa société mère, aucune disposition n'empêche deux ou plusieurs sociétés de détenir des participations importantes quoique non contrôlaires les unes chez les autres (2). La Commission Jenkins donne des exemples de l'usage définitif qui peut être fait de tels échanges.

Ainsi, trois sociétés dont les administrateurs sont communs (ou décidés à agir en commun) et qui détiennent chacune 26 % du capital ordinaire (à droit de vote) des deux autres, procurent ainsi à chaque conseil assisté des autres une majorité qui ne peut être renversée par l'acquisition éventuelle du reste du capital par un tiers. La situation est semblable avec des participations circulaires qui, pourtant, ne confèrent pas de majorité au groupe. Si la société A détient 40 % du capital votant de la société B, B dans C et C dans A, leurs administrateurs agissant de concert sont pratiquement inamovibles (3).

La mise en place de participations croisées ou circulaires est une méthode largement connue et utilisée pour protéger des situations existantes contre toute tentative de renversement (4). Le seul danger d'une telle tactique réside dans le fait qu'elle est susceptible de

(2) Article 27, C.A., 1948. De plus, rien n'interdit à une société d'acquérir un intérêt contrôleur chez une autre qui n'a chez elle qu'une simple participation. La Commission Jenkins demande dans tous ces cas que la filiale ne puisse exercer ses droits de vote. C.L.C., Rec., 156 (c).

(3) C.L.C., Rep., 152.

(4) Cf. M. VANHAECKE, Les groupes de sociétés, Paris, 1959.

révéler le souci des administrateurs. Ceux-ci désirent protéger leur propre situation plutôt que d'agir dans l'intérêt de la société, en éliminant la possibilité qu'auraient les autres actionnaires d'examiner une offre éventuellement intéressante.

De fait, cette réorganisation n'empêchera pas nécessairement un offreur intéressé de tenter d'acquérir les actions extérieures puis de contester l'opportunité des mesures prises. En pratique, cependant, si la réorganisation est entamée alors qu'aucun projet d'offre n'est en vue, et si elle est quelque peu justifiée par ceux qui l'entreprennent, il sera presque impossible de l'attaquer (5). Ainsi, la Commission Jenkins, quoique très réticente, doit conclure que même si des abus sont possibles, l'enchevêtrement défensif de participations est parfois profitable aux actionnaires tandis qu'elle avoue que toute disposition légale restrictive serait « nécessairement complexe et arbitraire » (6).

### B. — L'organisation pyramidale de sociétés.

Dans ce système très en faveur, par exemple, en Afrique du Sud pour le contrôle des groupes miniers (7), les contrôlaires qui, possédant 51 % du capital de deux sociétés A et B, conviennent de constituer une société financière, A et B Holdings, qui rachètera les titres détenus par les deux groupes contrôlaires dans chacune des deux sociétés. Parallèlement, une convention de vote (*voting trust*) règlera entre eux l'utilisation des pouvoirs de vote dans la nouvelle société. La société ainsi créée offrira 49 % de ses propres titres à la souscription publique de sorte que les deux groupes, tout en récupérant en liquidités une partie importante de leur investissement initial, conservent le contrôle légal majoritaire des deux sociétés A et B.

Ces deux méthodes peuvent autant constituer des mesures de contrôle permanent de sociétés pour en assurer l'harmonie du fonctionnement que des dispositions préventives d'une O.P.C. L'émission ou la transformation des actions en titres sans droit de vote est la technique la plus largement utilisée pour contrer une menace d'offre.

(5) Sinon sur le fait que les administrateurs n'utilisent pas leurs pouvoirs pour les objectifs en vue desquels ils leur ont été confiés, mais il suffira en pratique (WEINBERG, cit., 2516) d'annoncer la moindre « fusion limitée d'intérêts » (*limited merger of interests*) ou la nécessité de « forger des liens financiers solides (*forging a solid financial link*) pour qu'il s'avère à peu près impossible de dire que cela n'était pas le motif réel des échanges de participations.

(6) C.L.C., Rep., 153.

(7) Exemple le plus célèbre, l'Anglo-American Corporation, contrôlée par 2 % du capital.

### C. — La pondération ou la suppression du droit de vote des titres.

« A l'heure actuelle, les actions sans droit de vote constituent la plus simple et la plus directe des méthodes par lesquelles les administrateurs peuvent se rendre inamovibles sans leur propre consentement, indépendamment du fait qu'ils ne possèdent ou contrôlent qu'une partie du capital. » Soulignant crûment l'une des tendances les plus significatives du Droit anglais contemporain, cet avis solennel d'un groupe de membres de la Commission Jenkins se séparant de l'avis général (8), met en lumière l'un des problèmes les plus délicats posés au législateur comme aux praticiens dans le cadre des O.P.C.

La pratique de restreindre les droits de vote de certaines actions (préférentielles) est tellement ancrée dans les habitudes outre-Manche que l'on oublie parfois qu'elle constitue en même temps une mesure défensive efficace contre une offre puisqu'elle permet à une personne de maintenir son contrôle en ne détenant qu'une proportion du capital plus faible que celle qui eût normalement été nécessaire et corrélativement ôte tout effet à la possession d'une majorité des titres par un quelconque acquéreur. Appliqué aux actions ordinaires (9), ce maintien du contrôle en place s'effectue par une variété de modes de restriction ou de pondération des votes attribués à chaque catégorie des titres d'une société. Ainsi, la réorganisation défensive de la société gérante du *Savoy* (10) donnait, entre autres, à une catégorie comprenant 3 % de la totalité des titres, un pouvoir de vote supérieur aux 97 % restants.

Si les possibilités en ce domaine n'ont de limites que celles de l'imagination des conseillers des sociétés, la méthode se heurte à une *hostilité* quasi générale des législateurs comme des organismes financiers britanniques que la Note de Dissentiment du Rapport Jenkins, par exemple, exprime parfaitement.

(8) 1re note de dissentiment, « *Shares with restricted or no voting rights* », de trois membres dont L.C.B. Gower, Rep., 6, p. 207.

(9) En réalité le vocabulaire britannique est très lâche et un même terme peut recouvrir plusieurs notions très différentes. Normalement (GOWER, cit., 333 s.) les actions « de préférence » se distinguent des ordinaires, comme en France, par des avantages financiers, mais l'habitude (WEINBERG, cit., 2505) veut que l'on suspende leur droit de vote sauf pour certaines délibérations. On aura alors des actions de préférence sans vote à côté d'ordinaires, dont certaines à leur tour (actions « A ») ont un droit restreint.

(10) Cf., chap. 5.

Les arguments en faveur de son maintien sont aussi nombreux que les mouvements tendant à sa suppression (11), mais les rapporteurs remarquent que des structures déformées de vote ne peuvent que donner naissance à des tentatives de prise de contrôle encore plus déformées et corollairement à des formes de résistance anormales au bout desquelles les actionnaires extérieurs seront les seuls perdants. Regrettant la timidité de la Commission sur ce sujet, alors qu'en définitive l'existence de ces structures incite les administrateurs en place à un relâchement dans leur gestion, les membres dissidents remarquent : « Il semble qu'il soit admis que les O.P.C. ont, de façon globale, servi un but économique utile et conduit à un redéploiement profitable des ressources, et que dans la plupart des cas, les nouveaux dirigeants se sont révélés plus efficaces que les anciens. »

Dès lors : « Nous ne comprenons pas comment l'on peut en même temps favoriser les O.P.C. et appuyer les actions sans droit de vote qui sont destinées à déjouer les prises de contrôle. Quelques récentes opérations ont été entreprises en face d'une opposition du conseil existant et n'auraient pas été possibles si le conseil s'était retranché derrière l'usage de ces actions. Il peut y avoir eu des hypothèses où une administration efficace fut à même, grâce aux actions sans droit de vote, de se protéger d'un « *raider* » inutile et dépourvu de scrupules, mais nous en avons peu de preuves. Les administrateurs efficaces qui ont traité honnêtement (*fairly*) et franchement (*frankly*) devraient peu craindre ce « *raider* ». De toutes les manières, c'est aller trop loin que de les protéger contre ce risque éloigné en les convertissant en une oligarchie autogénératrice (*self-perpetuating oligarchy*) » (12).

Si l'existence de telles actions se fonde essentiellement sur une notion de contrat librement passé entre la société et ses actionnaires, cette liberté, qui, finalement, exprime la liberté de défense d'une société contre une offre, se voit actuellement freinée par une considération d'*intérêt général* nouvelle en Grande-Bretagne : l'intérêt public. « Le principe de la liberté contractuelle, écrivent certains (13), a

(11) Arguments en faveur (WEINBERG, cit., 2508-9) :1) les dispositions sont le résultat d'un contrat librement passé, 2) certains actionnaires préféreront acheter certains titres à un moindre prix plutôt que payer plus cher le droit de prendre des décisions sans réel pouvoir, 3) leur existence a facilité le développement de nombreuses sociétés de famille utiles, 4) leur instauration permet d'organiser avec souplesse le rapprochement entre deux sociétés, 5) permet la conservation du contrôle entre des mains britanniques, 6) leur suppression entraînerait des complications pour la répartition des différents intérêts dans chaque société, enfin 7) *last but not least*, certains considèrent que « protégés contre une menace d'O.P.C. les administrateurs peuvent mieux se consacrer aux développements à long terme de la société » ce qui est parfois juste. Mais les arguments défavorables sont souvent le contrepied des précédents.

(12) O.L.C. Diss. Rep. 9.

(13) WEINBERG, cit., 2509.

toujours été considéré comme soumis à des considérations supérieures (*overiding*) d'intérêt public... le développement optimum de l'Economie repose, dans une certaine mesure, sur la possibilité donnée à une administration plus vigoureuse de prendre le contrôle de sociétés gérées de façon insuffisante. » Ce conflit ébauche une théorie fondamentale dans cette étude, selon laquelle il existe des limites aux possibilités de défense d'une société contre une offre.

Parmi les dispositions statutaires de dissuasion, il convient de faire une place particulière aux conventions ou aux clauses qui interdisent toute cession de titres à des tiers sans l'accord exprès des autres action-mentale dans cette étude, et que nous considérerons plus loin selon laquelle il existe des limites aux possibilités de défense d'une société contre une offre.

## Section 2

## LES CLAUSES RESTRICTIVES DE TRANSFERT DES SOCIETES PRIVEES (14)

Les petites sociétés par actions dont les membres sont réunis par des liens de parenté, d'amitié ou toute autre raison similaire de proximité et qui sont ainsi constituées sous la forme de sociétés privées (15), sont, en principe, *aussi vulnérables* à une O.P.C. que les entreprises plus importantes qui font appel au public et qui sont le plus souvent cotées en Bourse. Du fait de leurs problèmes propres, les sociétés de famille attirent souvent une offre (16). Inversement, si le caractère personnel doit être maintenu pour obtenir ce statut, ce même caractère peut et doit être protégé par l'instauration de clauses restrictives de transfert dont l'étendue et la formulation sont libres, mais qui, le plus souvent, donnent toute discrétion aux administrateurs pour refuser d'inscrire une cession de titres non agréée sur les registres sociaux.

C'est par le jeu de ces clauses, complétées naturellement par des dispositions de préemption, qu'administrateurs et actionnaires d'une société privée vont se défendre contre toute tentative de prise de contrôle par acquisition d'une partie ou de la totalité de leurs titres. Si l'efficacité de ces clauses comme mesure de *dissuasion* est admise

(14) Voir pour une étude complète de cet aspect D. G. Rice : *T.O.B. for private companies*, J.B.L., 1960.

(15) La *private company* est dispensée de par son caractère restreint d'un certain nombre de formalités de constitution ou de fonctionnement. Elle ne peut grouper plus de cinquante membres, solliciter le public, et doit comporter des clauses restrictives de transfert. Généralement, Palmer, cit., chap. 4.

(16) Sur la fréquence des O.P.C. sur des sociétés de famille, Ire part. chap. 2.

par les tribunaux (A), l'acquisition d'une majorité de titres auprès d'actionnaires consentants permet parfois à l'offreur de *tourner* et même d'anéantir leur effet (B).

### A. — La clause restrictive de transfert comme mesure de dissuasion.

Soumise dans Lyle et Scott Ltd v. Scott's Trustees (17) aux tribunaux, une offre d'acquisition de la totalité des titres d'une société privée, avait été acceptée par une majorité d'actionnaires sur la base, imposée par l'offreur, d'une remise des documents de transfert non « exécutés », c'est-à-dire sans que l'on ait sollicité l'agrément de la société. Les cédants acceptaient de se constituer « *nominees* » de l'offreur pour continuer à voter dans la société, mais selon ses instructions.

Naturellement, les statuts prévoyaient que tout cédant potentiel « désireux de transférer » ses titres devait en avertir le secrétaire de la société. Sur demande d'explications, les cédants et l'offreur répondirent qu'ils ne se trouvaient pas dans ce cas, puisque s'ils acceptaient le prix proposé dans l'offre ils demeuraient actionnaires vis-à-vis de la société en ne faisant pas exécuter les transferts.

Une Cour écossaise, puis la Chambre des Lords rejettèrent ces assertions au motif qu'il s'agissait d'un *subterfuge* pour éluder le jeu des clauses légales en vigueur dans la société. Si les actionnaires acceptants peuvent céder leurs droits (*beneficial interest*) dans un titre à un tiers sans l'accord des administrateurs, le fait de rester actionnaire, mais d'agir comme représentant de ce tiers ôterait, sinon, toute efficacité aux dispositions protectrices du caractère privé de la société ainsi dénommée (18).

### B. — L'effet limité des clauses.

L'obstacle, ou si l'on préfère, le rempart, représenté par ces clauses, est en réalité moins solide qu'il apparaît.

Le fait, tout d'abord, que les autres actionnaires n'ont pas toujours la possibilité *financière* de racheter les titres que l'acceptant veut céder, restreint sérieusement le jeu de la nécessaire préemption complémentaire. Surtout, les clauses peuvent être tournées si l'offreur obtient d'une majorité des actionnaires représentant 75 % en valeur du capital, qu'ils votent une résolution non pour supprimer ces clauses,

(17) 1958, *Scottish Law Times*, 169, renversé en appel par 1959/A.C. 763.
(18) Cf. l'analyse de l'arrêt *in* PALMER, Suppl., p. 342.

ce qui est interdit, mais en atténuer la portée dans un sens favorable à l'offreur (18).

En général, le principe posé par Lindley J. (19) que toute résolution modifiant les statuts doit être *de bonne foi* dans l'intérêt de la société « considérée comme un tout » (*as a whole*) suffira à interdire la manœuvre, mais celle-ci peut cependant aboutir si les contrôleurs en place se reposaient trop ouvertement dans leur gestion sous la protection de ces clauses. Tout, en réalité, est question de nuance car un tribunal pourra retenir que la modification était dans l'intérêt de la société étant donné le conflit latent.

Les clauses restrictives de transfert ne sont pas propres aux sociétés privées. Elles peuvent être introduites dans les statuts de sociétés publiques plus importantes (21). Beaucoup plus fréquemment cependant, des conventions de vote liant les actionnaires contrôlaires joueront un rôle analogue et de manière plus souple. Le point faible des sociétés au capital largement dispersé étant justement que le groupe contrôlaire ne commande qu'une minorité susceptible malgré tout d'être renversée par une acquisition massive des autres titres, il est certain que deux ou plusieurs qui s'équilibrent dans un groupe contrôlaire pourront faire échec à une offre complète.

On ajoutera d'ailleurs souvent à cette clause lorsqu'elle est introduite, une disposition aux termes de laquelle une décision de vente, par exemple, lors d'une offre, ne pourra être prise qu'à l'unanimité ou plus fréquemment à une majorité qualifiée en nombre ou en valeur.

## Section 3

## LES MESURES PREVENTIVES D'UNE OFFRE

Des dispositions statutaires ou structurelles précédentes qui sont généralement décidées indépendamment de toute menace ou alors que cette menace n'est pas encore matérialisée, on distinguera, quoique, en pratique, la distinction ne soit pas aussi nette, les mesures prises par les administrateurs, et le cas échéant, les actionnaires de la société eux-mêmes, pour prévenir une offre *imminente*.

(18) Par résolution « spéciale », correspondant aux résolutions de nos assemblées extraordinaires.

(19) *In* Allen v. Gold Reefs of West Africa (1900) 1 Ch. 656.

(21) Les restrictions qui se présentent sous une forme libre (dans les sociétés privées) peuvent et fréquemment sont également prévues dans les sociétés publiques, Palmer, cit., 340. Elles sont cependant interdites et pour cause dans les sociétés cotées. Rand Gold Mines v. New Balkis Eerstelling/1904/A.C. 165.

### A. — La conclusion de contrats de travail par les administrateurs.

En se faisant consentir par leur société un engagement à long terme pour une activité technique parallèle à leur mandat d'administrateur, autrement dit en obtenant un contrat de travail, ceux-ci sont ainsi assurés que leur éventuelle éviction ne pourra se faire qu'avec la contrepartie d'une substantielle indemnité de licenciement.

Quoique cette perspective puisse effectivement constituer un motif supplémentaire de souci pour l'offreur, le contrat ne sera, en général, pas admis, comme en France d'ailleurs, s'il n'était pas de bonne foi dans l'intérêt de la société, ou si sa conclusion révèle spécifiquement l'intention réelle qui l'a fait aboutir. La difficulté sera, comme ailleurs, une difficulté de preuve, puisqu'il incombera à l'offreur d'établir l'usage impropre des pouvoirs administratoriaux.

Dans la mesure où l'existence d'un argument personnel accessoire n'invalide pas nécessairement une décision prise sur un motif principal satisfaisant, les Commissions Cohen puis Jenkins ont cru préférable de tourner la difficulté en élaborant des présomptions d'intérêt personnel exclusif ou en obligeant les administrateurs à révéler publiquement les avantages qu'ils auraient éventuellement reçus de l'offreur (22).

### B. — L'attribution d'actions non émises à un allié.

Une méthode préventive classique consiste à faire voter une augmentation du capital autorisée par une majorité que l'on pourrait craindre de ne pas retrouver pour refuser plus tard une offre émise, et à attribuer, puisque le conseil peut alors le faire librement, les nouvelles actions émises à des personnes alliées ou simplement favorables à la politique actuelle du conseil. De la sorte, l'offreur éventuel devra porter ses efforts sur un plus grand nombre de destinataires avec une moindre chance de réussir.

La méthode est très en faveur en Grande-Bretagne (23) et le plus souvent l'émission se fait au profit d'une société avec laquelle la première désire resserrer ses liens commerciaux. L'adjonction d'un nouvel actionnaire, qui, parfois, prend à son tour le contrôle de la

(22) La Commission Cohen suggérait dans une recommandation finalement non retenue (Rec., 92 [*b*]) qu'un contrat conclu dans l'année de l'offre fut présumé conclu jusqu'à preuve contraire dans la perspective de l'offre. C.L.C., Rep., 96, pour la Commission Jenkins.

(23) En France, également, si l'on en juge par la première réaction de Saint-Gobain face à l'offre de B.S.N. en janvier 1969. Mais le projet fut abandonné.

société menacée, évitera souvent qu'une société cliente ou fournisseur ne passe sous le contrôle d'un concurrent. Cette appréhension devait être illustrée de façon mouvementée en 1958 par ce que l'on appela à l'époque en Grande-Bretagne la « *bataille de l'Aluminium* ».

En décembre 1958, les administrateurs de la seule société anglaise de production de ce métal, la British Aluminium, découvraient la menace d'une offre d'une société Tube Investements Ltd contrôlée par la puissante Reynolds américaine. Ils décidaient alors d'émettre une quantité presque majoritaire de leurs titres au seul profit du concurrent direct de Reynolds, l'Aluminium Corporation of America (A.L.C.O.A.). En fait, cette émission, qui s'était faite dans la limite du capital autorisé et donc sans l'avis des actionnaires, ne devait pas être appréciée par ceux-ci et l'offre qui intervint fut finalement acceptée par eux. Ceci établit en définitive que la prévention peut parfois avoir l'effet exactement opposé de celui recherché (24).

Plutôt que de céder à un allié susceptible de se montrer en définitive à son tour trop pressant ou finalement au fisc pour payer des droits de succession élevés, une société de famille peut, depuis 1952, se protéger en recourant à une solution originale. Elle vend ses titres à des sociétés *spécialement* constituées par des groupes d'assurances ou d'investissements pour acquérir des intérêts minoritaires profitables dans de petites sociétés tout en s'engageant statutairement à rester à l'écart de leur activité (25). Certains préféreront, mais l'intérêt social n'apparaîtra pas toujours de manière évidente, remettre ces titres à un Fonds de retraite des employés de la société, ce qui rendra les titres indisponibles (26).

L'on voit, en définitive, que le problème essentiel est là également un de *justification*. Les administrateurs devront pouvoir établir devant leurs mandants que l'émission des titres au profit de tiers est dans l'intérêt de la société, ce qui apparaîtra avec d'autant moins d'évidence que l'offre crainte est plus proche.

Dans la plupart des cas, l'imminence d'une offre est signalée à la société visée par des signes extérieurs caractéristiques. Rumeurs et achats massifs de titres préviennent même si l'offre qui suivra recevra

(24) Sur cette affaire, A. SAMPSON, cit., 408-12. Très proche, la formule de la *Withbread umbrella* par laquelle le groupe brassicole de ce nom, devait, après accord des administrateurs d'une plus petite société, acquérir une participation et s'associer avec elles par des contrats de services et de fournitures, ce qui en pratique retint des concurrents éventuels de tenter une O.P.C.

(25) La plus connue est : « EDITH », Estate Duties Investment Trust Ltd fondée sous l'égide de la Industrial and Commercial Finance Corporation.

(26) C'est une initiative de ce genre, appelée le *Worcester Scheme* qui, élaborée par les dirigeants de la Savoy Ltd, devait conduire les tribunaux britanniques à élaborer une doctrine de la limitation de la défense face à une offre, cf. chap. 5.

l'agrément du conseil, car l'offreur éventuel peut espérer diminuer une charge financièrement lourde en acquérant le plus possible de titres à un cours presque toujours inférieur, quand cela ne le met pas dans une position plus ferme pour négocier. Alertés par une activité anormale, les administrateurs inquiets d'une surprise ont comme premier souci de percer l'identité de l'acheteur, futur offreur qui se cache le plus souvent derrière des hommes de paille. La demande au *Board of Trade* d'une enquête d'identité conformément à l'article 172, C. A. 1948, permettra souvent de débusquer l'offreur et le contraindre à dévoiler avant terme des batteries qu'il entendait encore quelques temps conserver secrètes. Cette mesure, largement utilisée en Grande-Bretagne (27), prépare enfin les dispositions de défense proprement dites de la société qui sont mises en œuvre lorsque l'offre est lancée.

(27) Cf. chap. 6.

## CHAPITRE 5

# *LES MESURES DE DEFENSE*

Si les dispositions précédentes existent pour la plupart dès la constitution de mainte société et n'ont que l'objectif de dissuader des ambitieux de s'attaquer à une entreprise par ailleurs sainement gérée, beaucoup de mesures ne sont, par contre, que la conclusion d'un effort *désespéré* d'un groupe contrôlaire longtemps indifférent aux soucis de la masse des actionnaires et qui tente de sauvegarder une situation dont tout laisse à penser qu'elle est en péril. La confiance ou, inversement, la défiance des actionnaires dans leurs dirigeants rendra le plus souvent inutiles, mais pour des raisons naturellement opposées, toutes mesures purement *défensives.*

Les administrateurs de la société destinataire sont rarement pris par surprise, mais l'élément qui en restera toujours lors de l'annonce d'une proposition à transmettre à leurs actionnaires où la révélation d'une offre directe amènera fréquemment le groupe contrôlaire à prendre des mesures de défense d'autant plus spectaculaires qu'elles seront tardives, d'autant plus précises que leur efficacité dépendra de la rapidité avec laquelle elles seront mises en place, d'autant plus brutales qu'elles seront réalistes. En dernier ressort, il restera l'appel au patriotisme ou à la conscience des actionnaires (1).

De fait, la démagogie de certaines *mesures simples* (Section 1) comme l'allure désespérée de mainte *mesure d'envergure* (Section 2) que l'on a parfois vues en Grande-Bretagne face à des offres non désirées, conduisent les tribunaux britanniques comme le législateur à réagir en posant quelques *limites* (Section 3) aux pouvoirs de défense de la société destinataire d'une offre.

(1) Cf. A. Sampson, cit., pp. 410 s., dans *La bataille de l'Aluminium* de 1958.

## Section 1

## LES MESURES SIMPLES

Ce sont, la plupart du temps, des promesses, des déclarations, des affirmations destinées à contrecarrer dans l'esprit des actionnaires les propositions de l'offreur. Parfois, également, des mesures interviennent qui, le plus souvent, renversent subitement et parfois complètement, la politique jusque-là suivie par les administrateurs à leur égard.

### A. — L'augmentation des dividendes.

Dans la mesure où nombre d'offres sont suggérées par une politique d'autofinancement excessive ou surtout mal expliquée aux actionnaires, ces derniers, nous l'avons vu (2), ne retiennent de la situation que la *limitation* des distributions de bénéfices qui en découle, et les administrateurs tenteront fréquemment alors d'inciter leurs mandants ébranlés à leur garder leur confiance en annonçant un relèvement des dividendes. Ce fut, on se le rappelle, la première mesure que prirent les dirigeants de Courtaulds assaillis par Paul Chambers (3).

La valeur marchande des titres s'en trouve rehaussée, les cours remontent et l'offreur se trouve alors contraint à fournir un effort financier supplémentaire en rehaussant les termes de son offre. Lorsque celle-ci comporte un échange de titres, une telle annonce peut même aller jusqu'à obliger l'offreur à annoncer, à son tour, un accroissement de ses propres dividendes pour intéresser les destinataires. Là encore, c'est ainsi ce qui se passa dans l'offre I.C.I. où P. Chambers dut rehausser par deux fois ses propositions à la suite de l'annonce par Courtauds de la récupération du dividende supprimé en octobre et d'une promesse chiffrée d'accroissement des distributions dans les trois années suivantes.

Mais l'étude de la défense du groupe textile montre que semblable annonce ne va pas sans, en définitive, des risques graves pour la société. Elle peut même avoir un effet diamétralement opposé lorsque, dans une sorte d'autocritique publique, la société promet des perspectives de prospérité qui contredisent toute une politique précédente où l'accent était fréquemment mis sur les difficultés de conjoncture ou de structure rendant impossible toute rémunération supplémentaire du capital.

(2) Cf. I^re^ part., chap. 2.
(3) Cf. II^e^ part., chap. 7.

### B. — La distribution d'actions gratuites aux actionnaires.

Egalement démagogique dans certaines circonstances, dont l'affaire Courtaulds constitue à nouveau un bon exemple, est l'annonce par les administrateurs de la société destinataire d'une attribution gratuite de nouvelles actions dégagées par une capitalisation des réserves nécessaires. L'offreur sera là également obligé à un nouvel effort pour acquérir ces titres supplémentaires.

Les actionnaires peuvent évidemment apprécier l'avantage à court terme de ces dons. Dans les deux cas, cependant, cette « repentance de lit de mort » (*death bed repentance*) que caractérise si crûment une expression populaire est évidemment critiquable. Si les distributions de dividendes ou d'actions étaient possibles sans nuire à la société, si elles étaient justifiées, elles n'auraient pas dû être retardées jusqu'à la contrainte suscitée par l'offre. Ne l'étant pas, elles matérialisent une violation de leurs devoirs de la part des administrateurs (4).

Dans la même optique opportuniste, quoique de manière moins compromettante, la divulgation de renseignements « nouveaux » constitue une mesure défensive, simple et efficace dans la mesure où elle établit que les propositions de l'offreur sont nettement insuffisantes.

### C. — La divulgation de renseignements nouveaux.

Les administrateurs chercheront d'une façon quasi constante, lorsqu'ils s'opposent à l'offre ainsi lancée, à montrer à leurs actionnaires que la proposition est faite à un prix dérisoire ou sur une base d'échange insuffisante. Pour ce faire, ils « dévoilent » des informations vierges sur les activités de la société qui établissent que la valeur réelle des titres est non seulement supérieure aux cours ou aux prix pratiqués sur le marché, mais excède la contrepartie offerte.

Cette information de dernière heure comporte souvent une réévaluation des actifs sociaux (5) ou révèle l'importance des participations du portefeuille ou, surtout, souligne les perspectives futures de la société (6). Là encore, ces mouvements qui s'accompagnent de pro-

(4) Cf. là encore les critiques méprisantes de la Presse dans l'affaire Courtaulds. Mais le gouvernement britannique, nous l'avons dit, en porte une part de responsabilité par sa politique de limitation impérative des distributions née de la guerre. Cf. I^re^ partie, chap. 2.

(5) En mars 1958, Harrods réévaluait ses actifs en estimant (*The Times*, 23-3) que cette initiative « assur(ait) que toute possibilité d'O.P.C. pour l'entreprise s'éloigne pour ne pas dire plus ». Moins de deux ans après la société faisait l'objet d'une rare offre triple. La morale est que la réévaluation peut aussi bien attirer qu'écarter une offre. Tout dépend du climat et de l'écart constaté.

(6) Ainsi les British Drug Houses résistèrent-elles avec succès à une offre de Fisons, en annonçant la mise au point d'une pilule contraceptive.

messes d'une gestion « encore améliorée » démontrent d'une manière trop évidente combien tant d'administrateurs ont méprisé la masse de leurs actionnaires en les tenant dans l'ignorance de la valeur réelle de leurs titres, sinon même les ont bafoués en les laissant éventuellement céder leurs titres au rabais jusqu'à ce qu'ils aient eu fortement besoin d'eux (7).

Avec plus d'imagination, mais le danger l'inspire, ou si les circonstances le permettent, la défense de la société peut revêtir une certaine envergure.

## Section 2

## LES MESURES D'ENVERGURE

Les administrateurs et le groupe de contrôle peuvent enfin chercher à modifier la *structure du capital* de la société (A) ou même à *transférer certains actifs* hors du contrôle futur de l'offreur (B) en les transférant hors de celui des actionnaires. Certaines de ces mesures, déjà considérées, prennent dans cette perspective une toute autre couleur. La défense célèbre de l'hôtel *Savoy* en illustre l'ampleur possible.

### A. — La restructuration du capital.

Une catégorie particulière de titres, qui détient, par exemple, un droit de vote multiple, peut avoir fait l'objet d'une proposition nettement avantageuse. Le conseil de la société destinataire, sur la défensive, peut considérer d'accroître leur intérêt financier en échange d'une réduction de leur droit de vote. Ceci rendra une acquisition des titres insuffisante pour renverser le contrôle et contraindra l'offreur à élargir son offre avec moins de chances de succès.

Il faut noter qu'une décision de ce genre nécessite la plupart du temps l'approbation d'une assemblée, non seulement des détenteurs de ces titres (qui mettront en balance un prix avantageux et des perspectives financières à long terme en contrepartie d'une baisse d'influence), mais également de l'ensemble des actionnaires destinataires de la société (8). En effet tout accroissement des dividendes promis aux actionnaires de préférence, par exemple, sera probablement accompli au détriment des actionnaires ordinaires puisque la masse des bénéfices distribuables ne change pas.

(7) Le fait que les renseignements n'ont été révélés que parce que les administrateurs sont pris à la gorge peut également jeter des doutes quant à leur valeur.

(8) Le City Code, parag. 34, en fait une obligation pour les sociétés cotées.

Une telle proposition se heurte ainsi à certaines difficultés de motivation. A la limite, elle pourra être attaquée pour fraude à la minorité dans la mesure où le vote des contrôleurs, par hypothèse détenteurs d'actions ordinaires, sera présumé avoir été influencé par le fait que les transformations sont destinées à accroître leur position de contrôle et pas seulement dictées par leur intérêt comme détenteurs d'actions de cette catégorie (9).

### B. — Le transfert de biens hors du contrôle des actionnaires : l'affaire du Savoy Hotel.

Comme l'objectif de l'offreur est finalement de pouvoir utiliser les biens et moyens de la société destinataire, la plus simple des méthodes pour l'en empêcher consiste à transférer ces biens et moyens, ou, à tout le moins, partie d'entre eux, hors du contrôle des actionnaires, et donc plus tard, de l'offreur. On ne peut être à la fois plus simple, plus audacieux et plus critiquable, et c'est un tel projet, connu sous le nom de « *Worcester scheme* » qui devait, en 1954, effectivement protéger les actionnaires de la *Savoy Hotel Ltd* contre une O.P.C. et finalement donner lieu à une série d'enquêtes du *Board of Trade* en soulevant des polémiques demeurées classiques sur les limites du droit de défense d'une société contre une offre (10).

L'histoire du « plan » tient, comme pour nombre d'offres britanniques, un peu du roman d'aventures. Alertés par une activité inhabituelle et une hausse des cours de leurs titres à l'automne de 1953, les administrateurs de la société gérant le célèbre *Savoy Hotel* de Londres ainsi que d'autres hôtels londoniens dont le *Berkeley*, se rendirent compte qu'une tentative de renverser le contrôle de la société était en train de prendre corps. Le danger apparaissait relativement proche étant donné que le principal actionnaire contrôleur ne détenait que 57.380 Livres de stock ordinaire sur les 753.600 composant le capital, et 180.000 Livres de préférence sur 250.000 (11). Les administrateurs, qui ne pouvaient mettre un nom sur l'acquéreur opérant derrière des hommes de paille, ignoraient surtout quelles pouvaient être ses intentions. Des bruits couraient d'une éventuelle trans-

(9) C'est-à-dire dans la terminologie britannique, comme « membres hypothétiques », selon une définition célèbre dans Allen v. Gold Reefs of West Africa (1900) 1 Ch. 656.

(10) Cf. notamment L. C. B. Gower, *The battle for the Berkeley*, Harvard Law Review (H.L.R.) (68), 1955, 1176 s., où l'affaire est étudiée en profondeur et *The Times Review of Industry*, mai-juin 1957.

(11) Chaque Livre de stock dans chaque catégorie donnant droit à une voix. Pour une cotation de 26/6 dans les mois précédents, on arrivait à la mi-septembre à 51/—.

formation de l'hôtel *Berkeley* en bureaux, étant donné sa situation remarquable en plein cœur de Londres.

Les soupçons d'une O.P.C. devaient prendre réalité lorsque la société fut approchée par un homme d'affaires célèbre dans la Cité, Charles Clore (12). Celui-ci, tout en révélant qu'il parlait pour le compte d'un tiers, sollicitait les administrateurs de transmettre une offre d'acquisition du capital de la *Savoy Ltd* à leurs actionnaires tout en les informant que le but final de l'offreur était bien de prendre le contrôle de la société et du *Berkeley*.

Soucieux d'en finir avec le mystère règnant, les administrateurs demandèrent alors au *Board of Trade* d'enquêter, conformément au droit qui leur était donné par l'article 172 du C. A., 1948, sur l'identité de la personne qui se cachait derrière l'acquéreur apparent (13).

A la fin de novembre, M. J. B. Lindon Q. C. (14) déposait son rapport. Il révélait que M. Harold Samuel, de la *Samuel Land and Securities Investment Trust*, autre spéculateur célèbre (15), avait acquis, tant par ses dix-huit filiales que par deux « *nominees* », 20 % des pouvoirs de vote dans la société, soit 186.500 L de stock ordinaire et 18.000 de préférence, tandis que C. Clore en détenait 9 %. De leur côté, les administrateurs et le groupe contrôleur n'en détenaient que 7 %, c'est-à-dire loin de la majorité légale et même loin d'un pourcentage raisonnable pour conférer un contrôle minoritaire dans de telles circonstances. Le rapport indiquait que M. Samuel était naturellement « capable d'influencer la politique de la société sinon de la contrôler ».

Charles Clore, comme on devait s'y attendre, rétrocédait immédiatement ses actions à H. Samuel dont les intentions étaient alors clairement annoncées. Il comptait lancer une offre d'acquisition de la totalité du capital de la *Savoy Ltd* et, au cas de succès, transformer le *Berkeley* en bureaux. Il précisait qu'il maintiendrait les administrateurs dans leurs fonctions.

Bien que ces nouvelles soient finalement moins effrayantes qu'on ne l'avait d'abord cru, les administrateurs n'avaient en fait aucune

(12) Sur Ch. Clore, le mot de Lord Attlee : « Une jungle où l'on joue de la griffe et des dents et Clore plus que les autres. » A. SAMPSON, cit., 525.

(13) Sur les pouvoirs d'enquête du *Board*, cf. chap. 6. Celle de l'art. 172 est : « dans le but de déterminer les véritables personnes qui sont ou ont été financièrement intéressées au succès ou à l'échec (réel ou apparent) de la société ou sont capables de contrôler ou d'influencer de manière notable la politique de la société ».

(14) *Queen's Counsel*, titre donné à certains avocats, en fin de carrière, souvent avant de les nommer Juges.

(15) D'après le *Times*, « le plus grand promoteur immobilier du monde ». A propos de ses opérations, un de ses concurrents dit : « Ce n'est plus de la promotion, c'est du cannibalisme. »

preuve de la sincérité de l'offreur, et de toutes les façons, estimèrent les projets insatisfaisants car pour eux la conservation du *Berkeley* comme hôtel était la solution la plus profitable pour le groupe (16).

Devant l'imminence de l'offre, et l'impossibilité d'une entente, ils décidèrent alors de *révéler* le plan de défense qu'ils avaient élaboré pendant ces péripéties et dans le plus grand secret.

La présentation au début de décembre du « *Worcester scheme* », qui devait devenir par la suite un plan classique de défense en matière d'O.P.C., fit bondir H. Samuel, lequel, à son tour également, demanda au *Board of Trade* une enquête. Cette fois on s'appuyait sur l'article 164-5, C. A., 1948, pour sanctionner la conduite oppressive de la majorité sur la nouvelle minorité. Le *Board* nommait alors E. Milner-Holland Q. C. pour établir « si, ou non, à son avis, les personnes en charge de l'administration de la société hôtelière, en établissant ou préparant (le plan)... commettaient une violation quelconque de leurs devoirs envers la société et ses membres ».

Le *Worcester Scheme* comportait *trois étapes* :

1) Une *Worcester Building Company Ltd* était créée avec un capital *a*) d'actions de préférence, recueillant la majeure partie des bénéfices mais sans droit de vote, et *b*) d'actions ordinaires contrôlant la société — et avec pour objet l'acquisition et la gestion de certains immeubles du groupe;

2) L'hôtel *Berkeley* était vendu à la *Worcester Building Ltd* avec d'autres immeubles, puis reloué à une filiale à 100 % de la *Savoy Ltd*, la *Berkeley Hotel Ltd* avec la condition de ne pas utiliser l'hôtel autrement que dans cet usage;

3) En contrepartie de cette vente, la *Savoy Ltd* recevait les actions de préférence de la *Worcester Building Ltd* dont les actions ordinaires par ailleurs confiées à la gestion des *trustees* d'un fonds de retraite des employés du groupe (17).

Ainsi, tandis que les revenus de la gestion du *Berkeley* étaient normalement acquis à la *Savoy*-mère, titulaire des actions de préférence, le sort de l'hôtel était, lui, déterminé pendant cinquante années par les *Trustees* du fonds social et de façon irrévocable quoiqu'il arrive

(16) Dans le cas du Savoy une telle procédure (la transformation) « apporterait la ruine de la société dans la mesure où les loyers qu'il faudrait demander au Savoy, Claridge et au Berkeley sur les bases actuelles seraient si élevées que la société ne pourrait survivre ». Ce qui faisait dire à l'*Economist* (28-11-1953) rapportant le communiqué Savoy : « Cela revient à dire que le revenu courant de ces actifs immobiliers dans leur utilisation actuelle ne donne pas le rendement qu'un marché libre imposerait. »

(17) De plus le capital de la Savoy était « réorganisé » de sorte que 21.198 £ de stock ordinaire « B » pouvait dominer 847.912 £ de stock ordinaire « A », soit plus de 97 % du capital ordinaire.

à la société *Savoy*. Notamment l'arrivée de nouveaux contrôleurs éventuels ne pourrait dorénavant aboutir à l'affectation d'un hôtel comme le *Berkeley* à un autre usage sans l'accord exprès des *trustees*.

De la sorte, le dégagement d'un de ses immeubles les plus précieux hors du contrôle de la *Savoy Ltd* rendait inintéressante toute tentative de prise de contrôle par des tiers.

Devant cet obstacle, l'affaire se termina naturellement par un arrangement à l'amiable, à l'avantage des défenseurs car H. Samuel rétrocédait les titres qu'il avait acquis sans tenter d'offre. Le plan de défense était alors purement et simplement abandonné.

Tout serait ainsi revenu à la situation initiale de la manière la plus satisfaisante possible, et la tactique aurait ainsi démontré son efficacité si l'opinion publique ne s'était pas émue de l'affaire et inquiétée de la liberté d'action des administrateurs de la *Savoy Ltd*. « Doit-on supposer, demanda l'éditorialiste du *Times*, qu'il est permis à des administrateurs de transférer tout ou partie des biens d'une société, et d'une façon permanente hors de leur contrôle dans les mains de *trustees* de leur propre choix, que ceux-ci représentent les intérêts du personnel ou toute autre personne ? Peu, à coup sûr, de tous les épargnants qui confient leur argent à des sociétés par actions, ont pu supposer que la " révolution des administrateurs " était allée aussi loin que cela. »

Le rapport Milner-Holland, second rapport du *Board of Trade* dans cette affaire, devait poser les premiers jalons d'une théorie limitative des droits de la défense dans les O.P.C. dont tous les aspects sont, dans l'état actuel du Droit anglais, bien loin d'être abordés.

## Section 3

## LES LIMITES DE LA DEFENSE D'UNE SOCIETE CONTRE UNE O.P.C.

Dans ce que L. C. B. Gower devait appeler « *a fascinating document* » (18), l'inspecteur nommé pour enquêter sur la légalité de l'initiative des administrateurs, concluait que ceux-ci n'avaient pas outrepassé leurs devoirs de « gestion de bonne foi » « dans ce qu'ils considèrent comme l'intérêt de la société » en supposant que les intérêts à long terme des actionnaires seraient mieux servis en maintenant le *Berkeley* comme hôtel plutôt qu'en le transformant en bureaux. Par contre, ils avaient agi irrégulièrement en utilisant leurs pouvoirs pour vendre l'hôtel, non en vue de réaliser l'objectif pour lequel ces

(18) Gower, cit., H.L.R., 1183.

pouvoirs leur avaient été confiés, mais « dans le but de priver les actionnaires du contrôle que, conformément aux règles de la société, ceux-ci peuvent avoir sur les biens sociaux ».

Par ailleurs, si l'on pouvait admettre que leur décision de réaliser un plan de défense ne semblait pas avoir été prise dans un intérêt personnel (19), il n'en restait pas moins qu'en prenant en considération l'intérêt non seulement des actionnaires actuels mais surtout des « *actionnaires futurs* », ils avaient, en définitive, utilisé leurs pouvoirs « pour rendre irrévocable dans l'avenir la politique du conseil actuel », interdisant par-là même aux actionnaires « d'altérer la décision de leur conseil actuel en ce qui concerne l'usage présent et futur des biens sociaux » (20).

En conclusion, le rapporteur avouait n'avoir eu que peu de bases (*authorities*) pour conforter son opinion, mais n'avait « aucun doute » quant à l'irrégularité et à « l'invalidité » de l'attitude défensive choisie par les administrateurs.

L'appréciation du *droit de défense* des administrateurs d'une société destinataire (A) fait apparaître l'importance d'une notion, nouvelle, de la « *conscience sociale* » d'une entreprise (B). A cet égard, les débats autour du *Worcester Scheme* auront fait apparaître la multitude des questions qu'au-delà de la confrontation de la liberté des administrateurs avec celle de l'offreur, la technique de l'offre soulève et qui ne sont, pour l'instant, en Grande-Bretagne comme en France, qu'à peine effleurés.

### A. — Le droit de défense des administrateurs.

L'étendue du *droit* des administrateurs à défendre leur société contre une O.P.C. reste à l'heure actuelle, en Grande-Bretagne, une question débattue (21).

Il apparaît avec évidence que le *Board of Trade* a, sur ce point, une idée plus restrictive que les administrateurs de « l'intérêt de la société » en ce qui concerne leur liberté d'agir « de bonne foi dans ce qu'ils considèrent comme » cet intérêt (22). Pour certains, les admi-

(19) Ils avaient reçu de H. Samuel la promesse d'être maintenus en fonctions.

(20) Le conseil de la Savoy Ltd avait déclaré devant le rapporteur : qu'il fallait entendre « l'intérêt de la société », « non comme l'intérêt fragmentaire de quelques-uns ou même d'une majorité des membres actuels ou même de tous les membres actuels, mais des membres actuels et futurs ». Ainsi les administrateurs devaient-ils « équilibrer leur vue à long terme contre les intérêts à court terme des actionnaires actuels ». Cité *in* GOWER, cit. H.L.R., 1184.

(21) En Grande-Bretagne seulement, les auteurs cités ci-après et D.G. RICE, *Good and bad T.O.B.*, J.B.L. (1960), 308 s.

(22) Cf. chap. 2.

nistrateurs ne pouvaient pas prendre en considération l'intérêt à long terme des actionnaires futurs si cela devait entraîner des restrictions aux droits des actionnaires présents (23). Pour d'autres, cette justification était insuffisante puisque, pour les uns et les autres, le contrôle des biens et le gage matériel de la valeur de la société disparaissaient pour ne laisser subsister qu'un droit à des fruits en conséquence d'un abandon de cinquante années de l'usage des biens cédés (24).

Mais L. C. B. Gower estime surtout que les administrateurs n'apportaient, en l'occurence, pas de justifications solides de leur initiative (25). Selon lui, il eut été relativement aisé de se placer sur le plan de la responsabilité *sociale* au sens large des administrateurs, en considérant que l'intérêt de la société n'amène pas seulement ceux-ci à rendre des comptes aux actionnaires, mais également aux employés de la société, et, à la limite, au public en général en tant que consommateur.

Dans cette perspective, le plan aurait effectivement pu constituer : « la seule méthode par laquelle les intérêts de toutes les catégories d'intéressés peuvent être protégés contre les menaces malencontreuses de contrôleurs potentiels » (26). Une O.P.C. ne pouvait alors venir ébranler, sous le seul arbitrage des actionnaires, l'équilibre d'un édifice économique, remettre en cause la situation de nombre de personnes qui n'auraient autrement pas leur mot à dire.

Apparaît ainsi, à travers l'idée de résistance aux O.P.C., la notion d'une conscience « sociale » de la société destinataire dont les administrateurs devraient tenir compte.

### B. — La conscience sociale de la société.

Le débat est ancien et revient de façon régulière à l'actualité des sociétés par actions. Tant en Grande-Bretagne, qu'aux Etats-Unis, qu'en

(23) « Il apparaît clairement, dit WEINBERG, cit., 2534, que les actionnaires futurs ne sont pas partie prenante (*are non starters*). Par hypothèse ils n'ont pas encore acquis d'actions et n'en ont pas l'obligation ; dès lors il semble complètement inapproprié de considérer leur intérêt. En ce qui concerne les actionnaires actuels, l'existence supposée d'un besoin pour le conseil de veiller aux intérêts à long terme des actionnaires suggère que, laissés à eux-mêmes, ceux-ci ne considéreraient que leurs intérêts immédiats. Fondamentalement, la question peut se poser de savoir si les administrateurs ont un droit de s'arroger la décision de protéger les actionnaires contre leur propre folie. »

(24) GOWER, cit., H.L.R., 1185.

(25) Sinon négatives : 1) que les actionnaires n'avaient pas perdu tout contrôle, comme actionnaires de la Worcester Ltd, 2) qu'ils pouvaient révoquer les *trustees* ou modifier le pouvoir statutaire de délégation.

(26) GOWER, cit., H.L.R., 1188.

France, la question est brûlante de pouvoir apprécier l'étendue de la liberté d'action des administrateurs face aux différents intérêts coexistants dans l'entreprise.

Dans quelle mesure ces administrateurs peuvent-ils opposer à leurs propres actionnaires un intérêt fondamental des employés et ouvriers pour prendre certaines mesures défensives qui, comme la sortie des actifs de la *Savoy Ltd* ôtent tout contrôle des actionnaires sur leur bien ?

A cette question, comme à d'autres très semblables, la réflexion juridique n'a pas encore de réponse, mais la matière des O.P.C. lui donne un terrain d'expression particulièrement sensible.

De fait, si l'opinion anglo-saxonne accueille avec soulagement, devant les aspects parfois éprouvants d'une offre, les thèses sociales admettant une responsabilité envers « les quatre parties à l'industrie » ou « la communauté » au sens large (27), il faut bien reconnaître que cet accueil se place sur un plan sentimental et donc limité. « Il faudra des exemples plus douloureux pour les actionnaires avant que l'on puisse attendre d'une façon confiante que les Cours reconnaissent une conscience sociale à la société par actions et mettent en pratique ses enseignements » (28).

La défense d'une société contre une offre importune se heurte alors à un certain paradoxe dans lequel les juristes britanniques sont à peine entrés et duquel ils ne sont pas prêts de sortir.

Si l'on limite d'un côté les devoirs des administrateurs à leurs seuls *actionnaires*, « le seul critère qu'ils devraient appliquer pour déterminer l'intérêt de la société devrait se trouver dans l'analyse de la décision que pourrait prendre la société réunie en assemblée générale en pleine connaissance de tous les faits connus des administrateurs ». Bien que ce ne soit pas la tendance du Droit anglais, c'est la seule solution juste. « Mais », avoue amèrement l'auteur de cette proposition (29), « ceci reviendrait à anéantir tout plan destiné à contrecarrer une offre. »

Si, de l'autre, les administrateurs doivent prendre conscience des *différents intérêts* dans la société et considérer l'avenir des employés

(27) Cf. la célèbre controverse qui opposa dans les années 1930 aux Etats-Unis le Professeur A. G. Berle (Corporations powers as powers in trust) H.L.R., 1931 (44) à M. Dodd (For whom are corporate managers trustees ? H.L.R., 1932). En Grande-Bretagne, l'ouvrage de G. Goyder, *The future of private enterprise, a study in responsability*, 1951, estime que les droits des travailleurs et de la communauté devraient être reconnus dans l'objet social (*general object clause*) et les statuts.

(28) Gower, cit., 1192, H.L.R.

(29) Weinberg, cit., 2534. Sur ce sujet dans la littérature juridique anglo-saxonne, cf. W. G. Katz, *The philosophy of midcentury corporate statutes*, Duke Univ. Law and Contemp. Problems, 1958.

et des consommateurs aux côtés de celui des actionnaires, il faudra une rédaction particulièrement « minutieuse » des textes éventuels, ainsi qu'« un nombre important d'autres occasions d'apprentissage » si des plans de défense comme le *Worcester scheme* doivent être interdits.

« Après tout », reconnaît L. C. B. Gower qui expose cette réflexion (30), il semble préférable « de laisser une pénombre d'incertitude de laquelle des questions délicates peuvent, à l'occasion, s'égarer, plutôt que de tirer une ligne clairement définie à laquelle tous peuvent toucher mais que nul ne doit franchir. »

Dans un autre domaine, la limitation des pouvoirs de défense des administrateurs est plus effective. L'interdiction faite à une société d'acquérir ses propres actions posée dans l'article 54 du C.A. 1948 et qui a pour objet de protéger les créanciers contre une dispersion de leur capital-garantie, a également pour effet d'empêcher les administrateurs d'utiliser les fonds sociaux pour conforter leur position contrôleuse ou la créer et de toutes les manières se rendre inamovibles.

L'article 54, du C. A. 1948, interdit à une société et donc à ses administrateurs de « donner directement ou indirectement toute assistance financière dans le but ou en rapport avec l'acquisition des actions de la société ». Cette disposition, dont l'application en Droit anglais est large (31), vient ici, opportunément, interdire aux administrateurs d'utiliser les fonds sociaux pour acquérir en leur nom ou en celui de personnes favorablement disposées, des actions qui, en augmentant le capital hostile aux propositions de l'offreur, rendraient sa tâche plus lourde.

Avec cette question des limites de la défense, la technique de l'O.P.C. apparaît sous un éclairage neuf. L'étude de l'impact social des offres démontre que si des restrictions sont délicates à mettre en œuvre, il faudra bien se résoudre à en introduire d'une manière ou d'une autre. L'opinion britannique, comme d'ailleurs l'opinion française, sont conscientes de la nécessité de limiter la liberté des mandataires de décider du sort du bien commun comme ils l'entendent. Mais la tâche est considérable si l'on admet inversement qu'une certaine liberté institutionnelle leur est incontestablement nécessaire,

(30) Gower, cit., H.L.R., 1188.

(31) Elle est utilisée par ailleurs pour interdire dans l'intérêt des actionnaires, toute utilisation des fonds sociaux pour le financement d'une offre dont la société serait la destinataire.

d'autant plus considérable en Grande-Bretagne si l'on note l'hostilité traditionnelle des tribunaux à opposer leurs conceptions à celles des « professionnels ».

Mais cette question n'est probablement que l'une des multiples que la technique de l'O.P.C. commence simplement de poser dans le Droit contemporain des sociétés.

TITRE TROISIEME

# LA SURVEILLANCE DES O.P.C.

Si Chamfort n'a peut-être pas assuré que l'Anglais méprise l'Autorité tout en respectant la Loi, l'une des caractéristiques de la surveillance des sociétés par actions britanniques réside, malgré tout, dans la réticence constante des hommes à ne la confier qu'à l'Etat. En l'occurence, aux côtés du ministère du Commerce (le *Board of Trade*), un grand nombre de personnes assurent cette « large dévolution du contrôle » des O.P.C. garante, si l'on en croit la Commission Jenkins, du développement harmonieux d'une technique propre à l'économie libérale.

De fait, les bouleversements de l'après-guerre avec les perspectives concentrationnaires de l'industrie et la transformation des relations sociales dans l'entreprise ont progressivement renouvelé l'attitude du législateur à l'égard des sociétés. Dans une large mesure, la question de la surveillance des O.P.C. a constitué le terrain d'essai privilégié pour l'apprentissage de cette transformation.

Il ne s'agit plus ici tant de défendre certains actionnaires ou certaines sociétés contre une offre abusive, mais bien de protéger la Communauté et le Public de deux tentations intimement liées au concept même de l'offre : l'immixtion étrangère et les pressions monopolistiques internes. Dans cette mission, le *Board of Trade,* cessant d'être un « *vigilant onlooker* », un spectateur vigilant, tend à devenir, dans une intervention de tous les instants, le nécessaire « *watch dog with sharp teeth* », le chien de garde aux dents acérées, dont on verra en conclusion l'action coordinatrice.

CHAPITRE 6 : *La surveillance des offres,*

CHAPITRE 7 : *Les offres monopolistiques.*

## CHAPITRE 6

# *LA SURVEILLANCE DES O.P.C.*

Dans sa recherche d'un régime d'admission des offres de négociation de valeurs mobilières approprié à sa philosophie, la Grande-Bretagne, quoique fondamentalement hostile à toute idée d'une surveillance de l'Etat, est paradoxalement partie d'un tel régime pour aboutir à un autre.

A l'origine, le Frauds Act de 1939 soumet, entre autres « invitations », les O.P.C. à une autorisation préalable du *Board of Trade* lorsqu'elles ne sont pas effectuées par un intermédiaire lui-même agréé (1). Malgré les efforts, il semble bien, à l'heure actuelle, que les dispositions corporatives du Code de la Cité de 1968 constituent la « dernière chance de réformer la jungle des O.P.C. avant que le Gouvernement n'intervienne pour ce faire » (2).

En Grande-Bretagne, l'*admission* des offres (Section 1) est donc, pour l'instant, à peu près libre, en ce sens que, sauf le cas des offres étrangères, elle ne comporte, la plupart du temps, qu'un examen préalable de conformité *privé*. Mais la Commission Jenkins, dans son rapport de 1963, a proposé, comme c'est la pratique en Australie et en Nouvelle-Zélande, un contrôle préalable du *Board of Trade*. Si ses recommandations n'ont pas été adoptées dans le Companies Act, 1967, tout abus ou tout dérèglement des contrôles professionnels privés les fera réapparaître.

Une telle liberté est, en Grande-Bretagne, fondée sur la capacité d'*autodiscipline* de tous les participants à l'offre. Elle est fonction de l'information donnée aux destinataires comme du respect d'une

(1) Cf. I^re^ part., chap. 6.
(2) Philip JACOBSON, « Crucial Test for T.O.B. », *Times*, 20-1-68.

procédure contraignante. Mais l'expérience montre que la mise en place de ces principes s'avère parfois difficile lorsqu'il s'agit de résister aux pressions rarement faibles de ceux qui rêvent de batailles. Tandis que les remous de la « bataille de l'Aluminium » démontraient en 1958, qu'il y avait place en Grande-Bretagne, comme c'est le cas en Nouvelle-Zélande, pour un contrôle spécial de l'opportunité des offres par un système d'*enquêtes* administratives antérieures, concoamené à intervenir plus précisément pour assainir l'atmosphère des offres par un système d'enquêtes administratives antérieures, concomitantes ou postérieures à l'offre (Section 2). De plus, et quelles que soient les modalités par lesquelles les uns et les autres surveillent l'émission d'une offre, un régime de *sanctions* (Section 3) doit enfin permettre de frapper l'offreur qui ne se conformerait pas aux règles imposées.

## Section 1

## L'ADMISSION DES OFFRES

Jusqu'en 1960, l'admission des offres est organisée en Grande-Bretagne autour de ce texte polyvalent qu'est le *Prevention of Frauds* (*Investments*) *Act* de 1939-58 qui impose une autorisation préalable du *Board of Trade* pour toute offre : spécialement si elle est effectuée par l'offreur, indirectement si ce dernier recourt aux services d'un intermédiaire professionnel (3). En pratique, le *Board* ne peut intervenir que dans des cas limités et toute surveillance réelle s'avère délicate dans la mesure où elle ne lui est pas confiée intégralement. La variété des examens possibles entraîne inévitablement une dispersion des principes d'analyse (4).

Tandis que les premières réactions vont aboutir, à partir de 1960, à une unification des réglementations, la Commission Jenkins propose peu après un renversement complet du système d'admission. Rapprochant le lancement d'une offre de l'émission de celle du prospectus, elle substitue à l'autorisation préalable un simple contrôle de conformité, mais ce contrôle est confié pour toutes les offres à une autorité centrale : le même *Board of Trade* (A). Soucieuses de conserver une certaine liberté, les institutions financières de la Cité de Londres obtiennent que cette réforme ne soit pas adoptée et substituent, en 1968, à ce projet, un autre contrôle centralisé, mais privé celui-là, et confié à

(3) Art. 14 Prevention of Frauds (Investments), Act 1939-1958.
(4) Cf. Ire part., chap. 6.

un « *Panel* » représentatif des divers intermédiaires intéressés (B). Cet examen de conformité peut devenir examen d'opportunité comme par exemple, en *Nouvelle-Zélande* pour les offres provenant d'étrangers (C).

### A. — Le contrôle du Board of Trade.

Si l'on excepte l'Australie où n'existe pour l'heure (1969) aucun système de surveillance préalable des O.P.C., tous les autres pays exigent (Nouvelle-Zélande, Afrique du Sud) ou envisagent d'exiger (Grande-Bretagne) que les documents d'offre comme la réponse de la société destinataire, soient déposés auprès du *Registrar of Companies*, dépendant partout du ministère du Commerce (*Board of Trade*) (5). Ce service dispose du pouvoir de refuser l'enregistrement à toute circulaire qui ne donnerait pas l'information exigée par les différentes réglementations ou qui la donnerait « de manière à donner de fausses impressions « dans l'esprit des destinataires » (6).

Ce dépôt préalable n'est donc pas un simple enregistrement. Il permet un véritable *examen* de l'offre envisagée et la vérification de la conformité des documents avec les dispositions sur le contenu ou la procédure élaborées par chaque législation.

Le contrôle est souple. Le *Board of Trade* britannique, comme ses homologues ailleurs, pourra exempter certains offreurs d'avoir à se conformer aux exigences complètes lorsque « une semblable conformité s'avèrera inappropriée » (7). Inversement, des conditions supplémentaires pourront être imposées ou des points explicités lorsque ceci se révélerait profitable aux actionnaires destinataires.

Cet examen ne porte pas véritablement sur la procédure que l'offreur compte suivre, mais essentiellement sur l'*information* donnée. Mais la conformité avec les règles posées en ce domaine apparaîtra comme une condition de l'octroi de la permission de transmettre (ou plutôt de la non-opposition) qui sanctionnera normalement l'examen préalable. De plus, une vérification permanente sera faite par le dépôt systématique de toutes les pièces successivement adressées aux destinataires. Ainsi, les autorités peuvent-elles surveiller toute la publicité étalée dans la Presse, mais aussi la déclaration d'intention et l'annonce des résultats à la clôture de l'offre (8).

(5) Le *Registrar of Companies* correspond, mais avec plus de pouvoirs, à notre Registre du Commerce.

(6) C.L.C., Rep., 270.

(7) C.L.C., Rec., 294 (*b*), également en Nouvelle-Zélande, A.C.A., 1963 (14).

(8) Cf. II[e] part., chap. 3.

### B. — Le contrôle corporatif du « Panel » de Londres.

L'histoire du Code de la Cité de 1968 a été dite (9). Diverses institutions financières parmi les plus importantes du marché britannique et comprenant notamment le Stock-Exchange de Londres insistent auprès du Gouvernement pour que les Recommandations du Comité Jenkins, instituant un contrôle central des O.P.C., confié au *Board of Trade*, organisme d'Etat, ne soient pas adoptées par le Parlement. Inversement, ces institutions promettent un Code privé des offres. Le Code, publié en 1968, comporte notamment la mise sur pied d'un « *Panel* » représentatif des adhérents auquel sera soumis avant son envoi toute O.P.C. émanant ou passant par l'un de ceux-ci.

Il est encore trop tôt pour se prononcer sur la valeur des contrôles du *Panel*. Etant donné la proche collaboration des professionnels et du *Board* jusqu'à présent pour la surveillance des offres, ce contrôle ne devrait pas être très différent de celui, refusé, du *Board*. On remarquera, cependant, que comme tout contrôle corporatif, il risque d'être soumis à des pressions internes, ainsi qu'à la critique beaucoup plus certainement que si ce contrôle était le fait d'un organisme d'Etat (10).

Dans un domaine particulier, la Nouvelle-Zélande a été plus loin en établissant un contrôle de l'opportunité de l'offre.

### C. — L'autorisation des offres émanant d'étrangers en Nouvelle-Zélande.

La Grande-Bretagne est toujours intervenue pour soumettre les opérations de prise de contrôle de sociétés émanant d'étrangers à des autorisations préalables dans le cadre de son contrôle des Changes. Comme toutes les grandes nations contemporaines, elle a toujours exercé une surveillance attentive sur les offres d'acquisition du capital d'une société nationale par un groupe étranger (11).

Mais il s'agit là de dispositions d'ordre général. C'est finalement en Nouvelle-Zélande que sont apparues les premières dispo-

(9) Cf. I^re^ part., chap. 6. Les participants comprenaient : les Acceppting Houses, l'Association of Investment Trusts, la British Insurance Association, le Committee of London Clearing Houses, l'Association of Issuing Houses, ainsi que la Confederation of British Industries, et naturellement les Stocks Exchanges de Grande-Bretagne.

(10) Celle-ci n'a d'ailleurs pas tardé à l'occasion du premier avis important donné par le Panel lors de l'offre American Tobacco sur Gallaher de juillet 1968 sur l'attitude de la Banque Morgan Grenfell et de l'agent de change Cazenove.

(11) Exchange Control Act, 1947 — l'autorisation émane de la Banque d'Angleterre. C'est une surveillance semblable qui est exercée en France sur les investissements étrangers depuis le décret du 27 janvier 1967, émanant du ministère des Finances.

sitions restrictives spéciales aux O.P.C. Pour l'occasion, elles visaient à contrer l'invasion d'intérêts économiques britanniques.

En 1964, à la suite de la tentative audacieuse de l'un des grands magnats de la Presse britannique, lord Thomson (12), de prendre le contrôle de deux journaux néo-zélandais (dont le plus important, le « *Dominion* » de Wellington) et devant la tempête et l'émotion que cette offre devait entraîner, le gouverneur général devait édicter des *Overseas Take-Over Regulations* dont seront successivement exposés : les *principes* (1), la *procédure* d'autorisation (2) et les *conséquences* sur une offre étrangère (3).

1) Les principes de la réglementation de 1964 : Aux termes de ces Règles, toute offre de prise de contrôle sur le point d'être effectuée et faisant partie d'un projet (*T. O. Scheme*) émanant d'une *personne « d'outre-mer »* (*overseas person*), aux termes duquel cette personne pourrait être amenée avec les actions qu'elle possède déjà, à contrôler 25 % des pouvoirs de vote de la société destinataire, devra se conformer à une procédure particulière d'émission comportant notamment une notification de l'offre à un bureau spécial des O.P.C., et une autorisation du ministère des Finances (13).

2) La procédure d'autorisation : La procédure instaurée n'est pas, à proprement parler, une procédure d'émission des offres étrangères, mais une procédure qui *complète* la procédure normale d'offre organisée en 1963 (14). L'autorisation du ministère des Finances institue ainsi une condition supplémentaire de mise en œuvre.

Elle est sollicitée en deux temps. A l'origine, les offreurs visés doivent notifier à un service de l'Enregistrement, spécialement organisé à cet effet à la Banque centrale de Wellington, toute O.P.C. qu'ils se proposent d'effectuer. Après enregistrement, l'offre est transmise au ministère pour examen.

Une décision d'autorisation ou de refus peut intervenir dans les cas les plus simples au bout de deux semaines si un examen plus profond et nécessitant la production de nouvelles justifications n'est pas ordonné. Dans cette dernière hypothèse, la décision finale devra intervenir dans un nouveau délai de quatre semaines. Très sagement, il est

(12) Lord Thomson of Fleet, d'après la grande rue des journaux londoniens. Sur l'homme, A. Sampson, cit., 125-7. C'est lui qui réussit, en 1966, l'offre d'absorption du *Times* de Londres.

(13) New Zealand Overseas Take-Over Regulations 1964 (22-12-64). Stat. Reg. 64, vol. 2 ; Reg. 4 (1). Les définitions sont libellées en termes larges (Interp. 2 [1]). Sera ainsi considérée comme *overseas person* non seulement la société incorporée hors de Nouvelle-Zélande, mais toute filiale à plus de 25 % en Nouvelle-Zélande d'une société étrangère.

(14) New Zealand Companies Amendment Act, 1963, n° 136. Part I « Take Over Offers ».

précisé que l'offre deviendra automatiquement « effective » (c'est-à-dire présumée autorisée) si « aucune notification (de la décision d'examen complémentaire) et aucune notification du refus ou du consentement n'ont été reçues par l'offreur dans les six semaines de la date de l'enregistrement... de l'avis d'offre » (15).

L'autorisation éventuelle peut imposer toute modification ou obligation supplémentaire à la procédure et au contenu de l'offre normale. Cette décision est notifiée à l'offreur par le *Registrar*. Elle a certaines conséquences sur l'offre en cours.

3) LES CONSÉQUENCES DE LA DÉCISION SUR L'O.P.C. : L'offreur n'est pas tenu d'attendre la décision ministérielle pour effectuer son offre. Les questions de *temps* sont souvent primordiales dans ce domaine, et l'effet de surprise impératif. Mais le risque d'un refus influence naturellement le déroulement de l'opération.

La *présentation* de l'offre aux destinataires est tout d'abord modifiée. L'offreur peut décider d'attendre, mais s'il décide de passer outre, le document transmis devra préciser : *a*) que l'offre en cours est soumise aux règles de 1964 sur les offres étrangères, *b*) que l'émission a été notifiée au *Registrar*, et surtout *c*) que l'offre « reste conditionnelle à la notification à l'offreur d'une décision favorable du ministre » (16). Parallèlement, la validité de l'offre effectuée dépendra alors de la décision prise (17).

## SECTION 2

## LES ENQUETES DU BOARD OF TRADE

Depuis 1948, le C. A. britannique contient des dispositions importantes conférant au *Board of Trade* des pouvoirs d'enquête (*Inspection*) dans les affaires d'une société qui confortent la surveillance des O.P.C., commencée avec l'examen préalable.

Si les *domaines d'intervention* du Board (A) sont très larges, la *procédure* d'enquête (B) se révèle éminemment souple et son effica-

(15) Reg. (5) et (6) et Reg. (9) *b*.

(16) Reg. (8) (1) et (2).

(17) Reg. (9) (10). Il est aussi (15) précisé que tout contrat de vente de titres passé malgré une décision de rejet serait « illégal et nul » et que les administrateurs de la société destinataire peuvent refuser d'inscrire les transferts demandés s'ils ont des raisons valables (*reasonable causes*) de penser que le transfert est illégal en vertu des Règles. Mais on rappelle que si aucune notification n'est parvenue au bout de dix semaines, l'offre est présumée acceptée.

cité dans la surveillance des offres sera encore accrue si les *recommandations* de la Commission Jenkins (C) sont un jour adoptées.

### A. — Les secteurs d'intervention.

Le *Board of Trade* dispose du pouvoir d'intervenir dans toutes les phases d'une O.P.C., avant qu'elle soit effectuée, en cours et même et surtout après la prise de contrôle de la société destinataire.

Aux termes de l'*article* 165 (*b*), une enquête dont nous avons vu certains aspects (19), est tout d'abord possible :

*a*) Lorsque les *circonstances* « suggèrent » que les affaires de la société sont menées frauduleusement ou illégalement, ou enfin, d'une manière oppressive envers une partie des membres. Ceci permettra au *Board* de protéger certains actionnaires contre une tentative d'expropriation, ou contre toute attitude hostile de l'offreur devenu contrôleur.

*b*) Lorsqu'il apparaît qu'il peut y avoir eu fraude, abus de pouvoirs (*misfeasance*) ou toute autre conduite critiquable (*misconduct*) de la part des dirigeants. Le *Board* pourra ainsi sanctionner une recommandation d'acceptation des administrateurs monnayée par l'offreur pour une proposition qui n'est pas dans l'intérêt de la société.

*c*) Enfin, d'une manière générale, lorsque les actionnaires n'ont pas reçu tous les renseignements qu'ils pouvaient raisonnablement exiger, tant de leurs administrateurs que de l'offreur. Ceux-ci ne pourront ainsi, et notamment les premiers, se contenter d'une conformité honnête aux dispositions réglementaires sur le contenu de l'offre et de la déclaration en réponse mais devront veiller à la « *fairness* » et à la « *completeness* » de leur information.

Aux termes de l'*article* 172, d'autre part, le *Board of Trade* peut enquêter sur l'*identité* des actionnaires de manière à déterminer quelles sont les personnes « financièrement intéressées au succès ou à l'échec de la société ou capables d'en contrôler ou d'en influencer la politique ». Ainsi, le ministère sera-t-il à même d'obliger le futur offreur qui, par des achats préparatoires de titres sous le couvert de prête-noms, considère la situation, à se révéler et dévoiler le plus rapidement possible ses intentions à la société destinataire (21).

Enfin, et chapeautant l'ensemble, le *Board* peut, conformément aux pouvoirs qui lui sont donnés par l'article 164, ouvrir une enquête lorsqu'il a simplement « *de bonnes raisons* » à ce faire. De la sorte,

(19) Cf. chap. 3.
(21) Ce qui fut le cas pour la Savoy Ltd, cf. chap. 5.

le *Board* reçoit un pouvoir général de surveillance des O.P.C. sur tous leurs aspects qui ne seraient pas déjà couverts par une des dispositions précédentes, tant lors des préliminaires, que lors de leur déroulement ou leurs conséquences.

Le *Board*, qui peut ainsi agir sur la demande de la société destinataire, d'une partie de ses membres ou même de sa propre initiative (22), dispose d'une procédure d'enquête extrêmement souple.

### B. — La procédure d'enquête.

Depuis l'instauration des enquêtes, le grand nombre de demandes et de plaintes témoigne de l'opportunité de ces pouvoirs (23).

Quoique beaucoup de ces demandes aient pu être éliminées du fait du peu de fondement de la plupart, il est incontestable que l'existence d'une graduation d'inteventions entre les mains du *Board* a des effets salutaires sur la préparation et le jeu des O.P.C. en Grande-Bretagne. La simple *menace* d'une enquête, ou une demande préliminaire d'éclaircissements faite avant la nomination d'un inspecteur, suffit dans la majorité des cas à persuader l'offreur d'abandonner ses pressions, ou les administrateurs à fournir les renseignements demandés ou compléter les insuffisances.

Plus précisément, l'*envoi* à l'offreur, ou aux administrateurs de la société destinataire selon le cas, d'un exposé des plaintes (*statement of facts*) pour commentaire, et l'échange d'observations qui s'en suivra doit permettre au *Board* d'exercer un véritable arbitrage et souvent d'aboutir à un arrangement satisfaisant avant le début de l'offre, de sorte qu'une enquête ne sera pas nécessaire.

A la limite, enfin, la *publication* du rapport du ou des inspecteurs nommés par le *Board* contraindra inévitablement l'offreur à dévoiler son projet, ou les administrateurs à révéler leur intérêt personnel dans l'opération ou les raisons qui les ont poussés à en recommander l'acceptation. La gravité des constatations peut enfin conduire le *Board* à décider des poursuites contre les uns ou les autres, suppléant

(22) Le *Board* peut enquêter de sa propre initiative sur les questions de l'art. 165 (*b*), il peut également le faire lorsqu'il en est requis par un minimum d'actionnaires qui ont de « bonnes raisons » de ce faire. Mais il doit le faire s'il en est requis par une résolution spéciale de la société (art. 165 [*a*]. Une obligation identique joue pour l'article 172 sauf s'il estime que la demande est *vexatious*.

(23) D'après GOWER, cit., 544, n. 20 (1957) à la fin de 1956, douze inspecteurs avaient été nommés sur des questions de l'art. 164, trois dans les conditions de l'art. 165 (*a*) et trois seulement sur celles de l'art. 172. Par contre (*id.*, 545, n. 22-3-5) vingt et un avaient enquêté sur l'art. 165 (*b*) et « des centaines » de demandes faites auprès du *Board*.

ou complétant les mesures protectrices ou défensives analysées ailleurs.

### C. — Les recommandations du Comité Jenkins.

Les recommandations de la Commission Jenkins vont dans le double sens d'une extension et d'un aménagement de cette procédure.

Le *Board* reçoit le droit d'obtenir tous les renseignements et documents *nécessaires* des sociétés ou personnes suspectées (24). Enfin, la Commission donne au *Board* le droit de décider souverainement s'il convient de *publier* le rapport d'enquête de manière à conserver un dernier moyen de pression sur l'offreur peu soucieux d'une publicité parfois néfaste.

## Section 3

## LES SANCTIONS

Toute l'organisation de la procédure d'offre serait lettre morte si un régime de sanctions ne venait en garantir la bonne fin. Ces sanctions, qui couvrent aussi bien le déroulement ou l'émission de l'offre que l'information qui est fournie aux actionnaires sont néanmoins fort variables selon le régime d'offre qui est considéré. Les sanctions en vigueur en Australie ou en Nouvelle-Zélande se distinguent des britanniques.

Des amendes pouvant aller jusqu'à 500 L (et en Australie des peines de prison jusqu'à trois mois) viennent tout d'abord, frapper en Australie et Nouvelle-Zélande, tant l'offreur personne physique que la société lorsque l'offre est « faite en contravention de l'une quelconque des dispositions de la Loi » ou lorsque l'offreur « omet de se conformer à toute disposition qui lui serait applicable ». Des sanctions identiques visent parallèlement la société destinataire et ses administrateurs pour les dispositions « qui leur sont applicables » (25).

Parallèlement, la société qui, en Nouvelle-Zélande, a fait des « déclarations erronées » (*mistatements*), engage sa responsabilité civile si bien que tout administrateur, toute personne qui s'est intitulée ainsi dans l'offre, comme toute personne qui en a « autorisé l'émission », pourra être contrainte de payer des dommages et intérêts à toutes les personnes qui ont accepté l'O.P.C. sur la foi du document d'offre pour

(24) C.L.C., Rec., 218 (*c*). Cf. le rapport du Board à la Commission Jenkins sur le sujet, cit., Rep. 213.

(25) Australie, art. 184 (6) et Nouvelle-Zélande, A.C.A., 1963 (13) (1) et (2).

les pertes (*loss*) ou préjudices (*damage*) qu'elles pourront avoir courus en raison de déclarations non véridiques (*untrue*) « contenues dans ce document » (26).

A l'opposé, pas plus les Règles du *Board of Trade* que les recommandations de la Commission Jenkins n'organisent en Grande-Bretagne de système de sanctions. Dans la mesure où la réglementation des O.P.C. continue de s'inscrire dans le cadre traditionnel organisé par le *Prevention of Frauds Act* de 1939-58, ce sont les sanctions générales de cette Loi qui s'appliquent.

Aux termes de l'article 14 (1) de la Loi, le fait d'« inciter (*induce*) ou de tenter (*attempt*) d'inciter une personne à entrer dans une convention d'acquisition ou de disposition d'actions, au moyen de quelque déclaration, promesse ou prévision connue comme trompeuse (*misleading*), fausse ou décevante » (*deceptive*) ou finalement téméraire (*reckless*), ou encore par toute « dissimulation malhonnête de faits importants », sera passible d'une peine d'emprisonnement pouvant aller jusqu'à sept années. Ces peines s'appliquent donc aux émissions d'offres.

En ce qui concerne la responsabilité civile, la Commission Jenkins recommande que tout actionnaire ayant subi un préjudice puisse demander des dommages et intérêts aux « responsables » de l'offre, à moins que ceux-ci ne « puissent apporter la preuve contraire » et établir notamment « qu'ils avaient des motifs raisonnables de croire ou qu'ils aient cru que la déclaration était véridique ou la promesse ou prévision justifiée » (26).

Parallèlement, les offres portant sur des titres cotés ou émanant d'une société cotée sur un marché britannique sont soumises aux systèmes de sanctions élaborés par la Fédération des Stock-Exchanges de Grande-Bretagne et d'Irlande ou par les organismes professionnels de la Cité de Londres. Elles sont, comme sur tout marché financier, éminemment variables et souples. Allant de l'avertissement au retrait de cotation en passant par l'interdiction de l'offre, elles s'imposent plus ou moins aisément selon le rapport de forces existant entre les autorités et la société ou l'intermédiaire fautifs (27).

De toutes les façons, la tradition britannique des sociétés considère que des sanctions postérieures sont généralement moins efficaces qu'un

(26) Nouvelle-Zélande, A.C.A., 1963 (10), Liability for Mistatements. On remarquera que les conseillers de l'offreur sont soumis aux mêmes responsabilités.

(26) C.L.C., Rec. 264 (*a*).

(27) On notera plus particulièrement l'utilisation de la suspension des cotations, cf. II[e] part., chap. 3, pour obliger l'offreur à préciser rapidement ses intentions à la clôture de l'offre.

examen préalable pour assurer l'exactitude (*accuracy*) ou la perfection (*completeness*) de l'information des actionnaires ou de la procédure suivie (28). On devrait, en réalité, préciser ici, comme nous l'avons déjà fait, que la Grande-Bretagne fait plus encore confiance aux examens internes des conseillers juridiques de l'offreur qui engagent leur réputation ou des organismes professionnels qui servent d'intermédiaires parce qu'ils vérifieront la valeur intrinsèque de la proposition et interdiront probablement les déclarations négligentes. Malgré les défaillances et les abus, la confiance britannique dans la qualité des « contrôles privés » s'avère en définitive plus efficace pour moraliser les O.P.C. que des séries de dispositions dirigées en ce sens.

(28) Gower, H.L.R., cit., p. 29.

## CHAPITRE 7

# *LES OFFRES MONOPOLISTIQUES*

Il faut bien admettre qu'en facilitant de la sorte le regroupement de plusieurs sociétés sous une direction unique, l'offre prépare d'une manière très naturelle la constitution de vastes empires industriels où un petit nombre vient à dominer des secteurs entiers de la vie économique d'une nation. Quoique la crainte des monopoles industriels ne soit pas un problème neuf en Grande-Bretagne, ou bien au contraire, elle a dominé toute l'histoire des sociétés par actions (1), les grandes inquiétudes nées de l'affaire Courtaulds de 1961, ont amené les autorités britanniques à rompre avec une longue tradition de non-intervention. Par la voix du Gouvernement travailliste de sir A. Wilson, l'important *Monopolies and Mergers Act* de 1965 confie au *Board* le pouvoir de déférer les *offres monopolistiques* devant la Commission des Monopoles pour, éventuellement, aboutir à leur interdiction pure et simple.

D'une autre manière que le Droit américain, qui, très tôt, a adopté une législation faisant de certaines combinaisons de groupes un délit pénal et donné à l'Etat d'importants pouvoirs de surveillance sur les prises de contrôle de sociétés (2), le Droit anglais prend conscience de la « protéiformité » des O.P.C.

« Je pense que nous nous rappelons tous l'affaire I.C.I./Courtaulds il y a trois ans », devait exposer d'entrée le nouveau président tra-

(1) Gower, cit., 55.

(2) A. Tunc, *Le contrôle fédéral des sociétés par actions aux U.S.A.*, R.T.D. Comm., 1952, sur ce que l'on appelé les *blue skys laws*.

vailliste du *Board of Trade* (3), dans la discussion sur le nouveau texte devant les Communes. « Si nous devons conserver... un large secteur d'entreprises privées au sein de l'économie mixte de ce pays... la *concurrence* est essentielle parce qu'elle est la seule sauvegarde de l'efficacité et du progrès de ce secteur. » Avec les dispositions du *Monopolies and Mergers Act* de 1965, la protection du Public contre les conséquences néfastes de certaines offres de grande ampleur devient l'argument d'un puissant moyen de contrôle de l'opportunité des offres.

Le domaine d'usage de cette dernière arme qu'est le *Monopolies and Mergers Act de* 1965 (Section 1) est large. Le *Board* qui l'utilise possède le pouvoir de déférer à la *Commission des Monopoles* certaines offres pour enquête (Section 2). Puis, éventuellement, celui d'*interdire* celles qui se révéleraient contraires à l'ordre public (Section 3).

## Section 1

## LE « MONOPOLIES AND MERGERS ACT », 1965

Jusqu'en 1965, la prudence avait caractérisé les législateurs britanniques dans leur surveillance des monopoles et des pratiques anti-concurrentielles. De la sorte, jamais n'avaient-ils considéré le besoin d'une politique systématique à l'égard des concentrations et des techniques y aboutissant.

Ce sont les insuffisances et l'archaïsme des méthodes de censure du *Restrictive Practices Act* de 1956 (complétant le *Monopolies and Restrictive Practices Act* de 1948) que vient faire éclater un texte qui élargit le cadre des contrôles et surtout fixe une *politique* à l'égard et des concentrations et des O.P.C. les préparant.

Les insuffisances de la législation antérieure étaient manifestes. Les textes de 1948 et 1956 prévoyaient deux organismes de contrôle des attitudes monopolistiques des entreprises britanniques :

— une *Cour* des pratiques restrictives (1956) examinait les ententes entre fabricants « limitant leur liberté dans la fourniture de biens, services... » qui devaient être enregistrées. Elle décidait si elle devait condamner celles qui s'avéraient contraires à l'intérêt public (4) ;

(3) Discours d'explication aux Communes, Parl. Rep., 1965, col. 1207. On notera que le Président D. Jay est l'auteur d'un certain nombre des articles sur l'affaire, écrits alors qu'il n'était que député. Cf. II[e] part., chap. 7.

(4) 1956. *Statutes* (chap. 68), pp. 772 s. « *An Act to provide for the registration and judicial investigation of certain restrictive trading agreements when found contrary to the public interest ; to prohibit the collective enforcement of conditions*

— une *Commission* des Monopoles (1948) établissait des rapports sur certains secteurs industriels où une situation monopolistique se faisait sentir (5).

Si l'activité de la Cour devait montrer qu'elle était efficace, il n'en était pas de même pour la Commission. L'activité de celle-ci était réduite car ses méthodes de travail s'avéraient lentes et lourdes. Les rapports n'étaient publiés que de longues années après les enquêtes et les situations critiquées depuis longtemps camouflées.

Surtout l'expérience faisait apparaître clairement que toutes les questions relevant de ces situations devaient pouvoir être examinées à partir d'un corps *unique* de doctrine. « Est-il juste », demandait L. C. B. Gower (6), « que des accords commerciaux restreignant la concurrence entre des sociétés distinctes soient interdits... alors qu'une fusion de ces sociétés aboutissant à l'abolition totale de la concurrence entre elles reste en dehors de toute réglementation, sauf parfois la possibilité... d'une action... sur (un) rapport lorsqu'il paraît plusieurs années après ? »

Les réformés proposées dans la loi de 1965 traduisent un changement profond de politique. Tout en accélérant les méthodes de travail de la Commission, le Gouvernement Travailliste de M. Wilson exprime des intentions qui sont clairement différentes de celles des Conservateurs de 1961, en introduisant un *contrôle des concentrations* réalisées par le *biais*, notamment d'offres.

Le *Board of Trade* « qui a pour tâche de remédier et de prévenir les conséquences malheureuses (*mischiefs*) de fusions d'entreprises ou d'opérations semblables » peut, en définitive, demander l'interdiction de toute offre qui s'avèrerait contraire à l'intérêt public (7).

*regulating the resale price of goods, and to make provision for the individual enforcement of such conditions by legal proceedings ; to amend the Monopolies ans Restrictive Practice Act, 1948 and 1953 to provide for the appointment of additional judges of the High Court ; and for other purposes connected with the matters aforesaid.* » La Cour comprend 15 membres juges et 10 personnes nommées pour leur « grande expérience des affaires commerciales, industrielles et publiques ». Elle délibère en sections de trois membres.

(5) 1948. *Statutes* (chap. 66), pp. 1868 s. « *An Act to make such provisions for inquiring into the existence and effects of, and for dealing with mischiefs coming from or arising in connection with any conditions of monopoly or restrictions or any other analogous conditions prevailing as respects the supply of or the applications of any process, to, goods, buildings, or structures, or as regards exports.* »

(6) GOWER, Intr. WEINBERG, *op. cit.* Cf. D. JAY, cit., 1207 : « Les chiens de garde ont aboyé ou se sont préparés à, mais entre-temps les monopoles ont continué ». Sur les enquêtes, HOUSSIAUX, cit., p. 244.

(7) Monopolies and Mergers Act, 1948-65 (5-8-1965), 1965, Ch. 60 Statutes, pp. 929 s.

## Section 2

## L'INTERVENTION DE LA COMMISSION DES MONOPOLES

Aux termes de ses « Nouveaux pouvoirs en relation avec les fusions » de l'article 6 (1), le Board reçoit le droit de déférer à une section de la Commission des Monopoles *certaines* O.P.C. (A), les *préparatifs* de ces offres (B). Il peut enfin intervenir dans des offres *tangentielles* à ces offres (C).

### A. — Les offres récemment effectuées.

Lorsqu'« il apparaît au *Board* que : *a*) plusieurs entreprises, dont l'une au moins est britannique, ont cessé d'être, dans les six mois précédents, des « *entreprises distinctes* » et *b*) qu'en conséquence, la fourniture d'un tiers des biens ou services du secteur d'activité provient maintenant du groupe ou que la valeur des actifs transférés au groupe nouveau excède *cinq millions de Livres*, la Commission des Monopoles peut être saisie par le Board qui « publiera les motifs de son intervention de la manière qu'il jugera propre à avertir les personnes intéressées ».

Deux entreprises sont considérées comme cessant d'être « distinctes » lorsqu'elles passent sous une « approbation ou un contrôle commun (8) ». Dès lors, toute O.P.C. : *a*) donnant à une société de prendre le contrôle majoritaire d'une autre, ou qui lui permet « de contrôler sa politique » ou, *b*) permettant au nouveau groupe d'utiliser pour cinq millions de livres d'actifs supplémentaires, ou de dominer un tiers du marché où tous deux ont leur activité, sera passible d'une intervention administrative et d'une enquête de la Commission.

### B. — Les offres en préparation.

Parallèlement, le même article 6 de la Loi dispose que : « Lorsqu'il apparaît au *Board of Trade* qu'il existe ou qu'il semble qu'il existe des accords en voie d'accomplissement ou en préparation qui, s'ils sont exécutés », aboutiront au transfert ou à la domination précédents, cet organisme peut également faire enquêter la Commission comme si l'offre avait été mise à exécution (9).

(8) Interp. (art. 7) *Enterprise*.

(9) Art. 6 (7). Si les accords sont abandonnés, la Commission peut poursuivre malgré tout son enquête.

### C. — Les offres « tangentielles ».

Le *Board* doit, normalement, agir dès qu'il aura suffisamment de renseignements pour estimer que l'opération suspecte ou envisagée mérite une enquête. Tandis que le pouvoir d'assignation est ainsi laissé à l'appréciation subjective du *Board*, celui-ci peut, dans deux domaines, frapper des offres ne répondant pas tout à fait aux conditions posées dans l'article 6 (1) (10) :

*a*) Normalement, le pouvoir d'intervention du *Board* ne joue que pour les offres réalisées depuis *moins de six mois*, puisque l'article 6 ne vise que les hypothèses où deux entreprises ont cessé d'être distinctes « dans les six mois précédents ». Mais l'article 6 (9) précise, cependant, que lorsque l'offre a été faite antérieurement, mais qu'elle découle « d'accords ou opérations accomplis sans avis préalable au *Board of Trade* des détails principaux... et sans que ces détails aient été publiés de façon à être largement connus (*generally known*). ou facilement disponibles (*readily ascertainable*) », le délai pendant lequel le *Board* est susceptible d'intervenir remontera à la date à laquelle cet organisme a été, par un moyen ou un autre, informé de l'offre.

*b*) Enfin, le *Board* peut faire *varier* la somme de cinq millions de Livres (fixée comme seuil d'intervention et définissant l'offre suffisamment importante pour préparer un monopole) pour justifier une intervention dans l'intérêt de la collectivité. Des offres réalisées ou en préparation et portant sur une somme inférieure pourront, si le *Board* l'estime nécessaire, être déférées à la Commission.

On voit donc que le *Board* exige une notification préalable des détails de toute offre si les sociétés désirent être libérées rapidement de toute hypothèque. A défaut, le *Board* considère que son action devient, en quelque sorte, imprescriptible.

En réalité, toute l'efficacité de son intervention repose sur les conclusions de l'examen de la Commission des Monopoles à laquelle l'offre suspecte aura été déférée.

(10) D. JAY (cit., p. 1213) devait dire : « Il faut imaginer des cas où un rapprochement n'est pas techniquement présent mais où, néanmoins, il existera une telle concentration du pouvoir économique que la proposition entrerait certainement dans le champ de la sécurité publique. »

## Section 3

## LA CENSURE DES OFFRES CONTRAIRES A L'INTERET PUBLIC

Le *rapport* de la Commission détermine si l'offre opère contre l'intérêt public (A). Mais le *Board,* qui peut alors prendre un choix de *mesures* coercitives (B), doit néanmoins recourir pour les exécuter a une *autorisation parlementaire* (C).

### A. — Le rapport de la Commission.

Une fois saisie, la section de la Commission des Monopoles a une double *mission* : *a*) tout d'abord, « enquêter et déterminer si le fait que les entreprises aient cessé dans les circonstances de l'affaire d'être distinctes, opère ou est susceptible (*may be expected*) d'opérer contre l'intérêt public ». Dans l'affirmative, elle doit *b*) « considérer si et quelle action doit être entamée pour remédier à la situation... ou prévenir tout dommage (*mischief*) susceptible d'en résulter; et enfin, si elle l'estime utile, proposer des recommandations d'action en ce sens » (11).

La Commission dispose de six mois pour établir son rapport et le communiquer au *Board.* Il n'apparaît pas que cette enquête puisse suspendre la réalisation d'une offre en cours ou en interdire des préparatifs, mais le Président du *Board* estimait, dans ses explications au Parlement, que les sociétés « préfèreraient avoir un jugement avant que l'union soit faite, qu'après », ce qui suggère que le *Board* ne se laissera pas impressionner par le fait que le transfert de contrôle serait réalisé et les actions cédées à l'offreur.

Si ses conclusions sont sévères et que l'offre « opère contre l'intérêt public » (12), le *Board* peut alors prendre un certain nombre de mesures coercitives.

### B. — Les ordres du Board of Trade.

L'article 3 de la Loi, auquel renvoie l'article 6 [10], autorise le *Board* à prendre une *variété* de sanctions, répondant aux critiques que

(11) Art. 6 (2), (*i, ii* et *iii*).

(12) Art. 3 (6). Il n'y a pas de définition de la notion. Interpretat. art. 7 (10) précise simplement que la Commission prendra en considération tous les éléments qu'elle estimera notables et ceux que le *Board of Trade* pourra porter à son attention, notamment dans les « directives » que cet organisme publiera régulièrement.

les deux organismes émettent contre l'offre. Certaines comportent un caractère d'urgence et peuvent être prises avant même le dépôt du rapport.

Le *Board* peut demander : *a*) l'interdiction ou la modification de l'offre envisagée, *b*) la division du groupe résultant de l'offre heureuse. Parmi les mesures impliquées, on peut relever la possibilité de transférer tous actifs, droits ou obligations, modifier les contrats en vigueur, créer ou dissoudre toute société, modifier tous statuts, notamment en réduisant le capital de la société offrante-absorbante.

Ces mesures peuvent être proposées même si elles n'avaient pas été proposées par la Commission, mais, parallèlement, le *Board* dispose de mesures *annexes* d'exécution comportant, soit l'interdiction de tout acte qui empêcherait la réalisation des ordres principaux, soit la nomination d'administrateurs *ad hoc* pour les sociétés du groupe réticent.

Il peut surtout prendre des mesures d'*urgence* antérieurement au dépôt du rapport. En effet, lorsque le *Board* a le sentiment que des actes sont en cours qui pourraient « préjudicier l'assignation ou empêcher la mise en œuvre (des) ordres... » il peut tenter d'en empêcher la réalisation en interdisant l'acquisition du capital ou nommant toute personne pour superviser la gestion de la société destinataire. Il peut, enfin, mettre en œuvre une ou des enquêtes d'information, de révélation d'identité ou de suppression d'attitude oppressive parmi celles prévues aux articles 164-75 du C. A. de 1948.

### C. — L'exécution des ordres et leur contrôle parlementaire.

Le *Board* est ainsi à même d'intervenir dans toutes les offres dont l'importance pourrait peu ou prou inquiéter l'opinion et l'Economie. Mais cette souplesse d'intervention ne signifie pas que les ordres sont immédiatement exécutoires. Etant donné l'importance des opérations sur lesquelles l'enquête a porté, le rapport est ensuite déposé devant le Parlement (13). Une procédure originale d'autorisation parlementaire donne aux parties visées la possibilité de *contester* la censure proposée.

En effet, avec le rapport de la Commission, les projets d'ordres doivent être déposés sur le bureau de chaque Chambre, les Communes et les Lords, et recueillir un vote favorable avant toute mise en œuvre. Entretemps, l'obligation pour le *Board* de publier le projet de sanctions dans la *Gazette Officielle* et des journaux d'information quotidiens permettront aux parties d'émettre par écrit leurs objec-

(13) Art. 3 (5).

tions. De la sorte, le projet intégral ou modifié en conséquence sera soumis à un vote informé qui devra, par ailleurs, intervenir rapidement sous peine d'ôter tout effet aux mesures proposées, ce qui constitue, dans l'ensemble, un contrepoids certain à l'apparente omnipotence des autorités (14).

Avec ses dispositions complémentaires spéciales visant les prises d'intérêts de contrôle dans la Presse britannique, la Loi de 1965 donne au *Board of Trade* des pouvoirs en définitive imposants et neufs. Le contrôle, on le voit, ne portera pas seulement sur les offres évidemment monopolistiques mais, étant donné la souplesse d'intervention du ministère, sur l'ensemble des offres de quelque importance.

S'il fallait d'ailleurs préciser l'*esprit* de cette intervention, il suffirait de relire le discours d'explication du président D. Jay (15) : « Nous serons toujours prêts à dire si une opération de concentration nous apparaît être légalement dans le champ d'enquête, de manière que les offreurs éventuels sachent également que le *Board of Trade* saura toujours quand intervenir. » Le « *watch dog* » est ainsi devenu le « *watch dog with sharp teeths* » que présageait L. C. B. Gower (16). Mais on conservera à l'esprit que par le contrepoids remarquable que constitue l'intervention parlementaire, les offreurs peuvent se défendre. Est-il besoin de le dire ? Mais là, se trouve la grande démocratie britannique.

(14) Le vote qui est postérieur peut entraîner le versement de dommages et intérêts lorsque des mesures ont été annulées.

(15) Cit, 1216.

(16) Gower, cit., 549.

# CONCLUSION

Les « *take-over bids* » britanniques auraient pu être en France les « offres de prise de contrôle » que nous avons décrites. Ils sont, en fait, devenus les « *offres publiques d'achat* ».

En 1966, et coup sur coup, six opérations d'un caractère très neuf étaient annoncées au public et au monde financier de ce côté-ci de la Manche.

En avril, le groupe majoritaire de Simca Industries annonçait publiquement son intention de racheter l'ensemble des titres restants de la société. Le même mois, la Banque de l'Union Parisienne pour le compte de la Compagnie financière de Suez lançait une proposition d'acquisition de la totalité des titres des Mines de Huaron. En juillet, le mouvement s'accélérait avec les rumeurs sur l'éventualité d'une, puis trois offres étrangères, visant le contrôle de la première entreprise de lampes électriques française, Claude Paz et Visseaux, puis le passage effectif de cette société sous une emprise américaine. En septembre, le Comptoir Linier faisait l'objet d'une proposition publique de rachat de la totalité de son capital, émanant de la société Saint-Frères, par l'intermédiaire de la Banque de Paris et des Pays-Bas. Plus avant, en janvier 1967, la société américaine A. H. Robins et Cie acquérait de la sorte un peu moins de la moitié de celui des Parfums Caron. Le printemps de cette année voyait enfin un groupe de sucreries conduites par Béghin tenter, puis réussir malgré l'opposition des administrateurs, la prise du contrôle des sucreries concurrentes Say (1).

Tous les types, toutes les formes d'O.P.C. que nous avons considérés étaient représentés. Certaines offres visèrent réellement une prise de contrôle, d'autres (Simca) non. Les unes reçurent l'agrément du

(1) Simca Industries, *in Le Monde*, 6-4-1966 - Claude Paz et Visseaux, *in Le Monde*, 20-11-1966 et la Presse financière de la semaine du 21-26 novembre, Comptoir Linier, *in Le Monde*, 21-9-1966, Parfums Caron, *in Le Monde*, 28-1-1967, Say, *in Le Monde*, 19 et 20-4-1967, Mines de Huaron, *in Le Monde*, 12-4-1967.

conseil d'administration de la société destinataire (Simca encore, mais aussi Caron, Comptoir Linier, Huaron), une fut disputée (Say), l'avant-dernière (Claude Paz et Visseaux), ne devait jamais avoir été réellement entamée.

De toutes les manières, le « feu d'artifice » que, selon un quotidien parisien (2), elles représentèrent pour les profanes n'eut d'égal que la *révélation* qu'elles constituèrent pour les juristes de notre pays.

Depuis, le mouvement devait aller en s'accélérant (3). Et, en janvier 1969, notre pays connaissait enfin « son » affaire Courtaulds. Faisant plus de bruit que toutes les autres, la tentative de prise de contrôle de Saint-Gobain par Boussois-Souchon-Neuvesel et son président Antoine Riboud, descillait les yeux des dirigeants français d'entreprises (4).

Il est rare que des techniques étrangères s'imposent à l'attention de la sorte. En réalité l'introduction en France de celle-ci remonte, comme souvent pour ce que l'on croit nouveau, à une date plus ancienne que l'année 1966. En avril 1964, la Banque Lazard américaine lançait un « appel d'offres de vente » aux actionnaires français de la société pétrolière américaine Franco-Wyoming. En novembre de la même année, deux banques belges effectuaient similairement et successivement une « offre » puis une « contre-offre » aux propriétaires d'actions de la Sofina (société financière de transports et d'entreprises industrielles). Mais, pour remarquables qu'elles fussent sur le plan théorique, ces deux opérations ne devaient pas éveiller l'intérêt qu'elles eussent mérité, dans la mesure où les offres s'adressaient aux porteurs français de titres de sociétés étrangères, ne relevant que partiellement du Droit français (5).

De fait, si le succès des O.P.A. a été immédiat, leur présence semble poser des *problèmes* délicats aux autorités chargées de les surveiller. Aux critiques qui fustigèrent la Chambre syndicale des Agents de Change pour avoir laissé de « grandes manœuvres dans l'ombre » (6) opérer la prise de contrôle de Claude Paz et Visseaux par l'International Telegraph and Telephone sans que, alors que tout le monde en parlait, aucune offre officielle ait jamais été faite, répondent les mises au point prudentes de la Commission des Opérations de Bourse dans l'affaire Saint-Gobain (7). De toute façon, cette approche française ne

(2) *Le Figaro*, lors de l'affaire Claude Paz et Visseaux, 19/20-11-1966.
(3) Cf. Tableau des O.P.A. en France, 1964-1969, Annexe 4.
(4) Cf. Presse française du 15-12-1968 au 28-1-1969. Cf. Bibliographie.
(5) La première devait être farouchement combattue mais sans succès devant le Tribunal de Commerce en référé (cf. *Le Monde*, 24-5-1964. Offre *in Le Monde*, 8-4-1964).
(6) P. Olmer, *La Vie française*, 25-11-1966. Pour la défense de la Chambre syndicale, *Année Boursière*, 1966, p. 189.

constitue que l'une des premières *étapes* d'un chemin où le Droit anglais des O.P.C. s'est plus largement engagé et qui, ébranlant les fondements mêmes du droit contemporain des sociétés, mènent à la « réforme » de l'entreprise.

La procédure française de l'O.P.A. a été mise au point en 1966 par la Chambre syndicale des Agents de Change à la demande du Gouvernement. Elle s'inscrit dans le cadre de l'Ordonnance n° 59-247 du 11 février 1959 sur les négociations de valeurs mobilières (8).

Si l'on s'en tient à la *définition* qui en est donnée comme au cadre dans lequel elle doit se développer, l'O.P.A. française n'est pas réellement l'O.P.C. que nous avons essayé de présenter tout au long de cette étude.

Apparemment, l'identité est forte. En effet, pour la Chambre syndicale, l'O.P.A. (9) « consiste pour son initiateur, personne physique ou morale, à faire connaître publiquement aux actionnaires d'une société qu'il est disposé à leur acheter les actions qu'ils détiennent de cette société, le plus souvent en vue de s'assurer le contrôle de l'entreprise. Une telle offre, limitée dans le temps (de un à trois mois d'ordinaire) est très généralement libellée, pour d'évidents motifs, à un prix supérieur au cours coté en bourse; elle est, en outre, assortie de la condition que le nombre des titres proposés à l'acquéreur à l'issue de la procédure atteigne une quantité minima faute de laquelle l'offre d'achat deviendrait caduque. Pour le cas de réussite, l'initiateur a lieu de préciser ses intentions, qui peuvent être, soit de prendre toutes quantités qui lui seront présentées au-delà du plancher stipulé, soit d'opérer une réduction des offres de vente excédentaires qui les ramènera au niveau jugé par lui convenable, dans la limite du minimum prévu toutefois ».

Si l'on veut schématiser le *contraste* avec tous les risques que l'attitude comporte inévitablement, on doit admettre que l'O.P.A., dont la procédure est largement celle que nous avons examinée (10), pénètre

(7) *Le Figaro*, 9-1-1969. Egalement l'interview de M. Chatenet, *Le Monde*, 17-1-1969 et la décision de contrôle des résultats, *Le Monde*, 30-1-1969.

(8) Dans le cadre de l'art. 6 de l'ordonnance 59-247, 11-2-1959 (modifiée par l'art. 16-17 de la loi rectif. de Finances pour 1964, n° 64-1278, 23-12-1964) sur l'interdiction des cessions directes à titre onéreux entre deux personnes morales ou entre une personne morale et une personne physique, qui ainsi complète le monopole des agents de change.

(9) *Année Boursière*, 1966, « Les offres publiques d'achat », VII, pp. 187 s.

(10) Après étude, la proposition est adressée par voie de Presse ou tout autre moyen à tous les actionnaires d'une société en vue de leur acheter, à un prix déterminé, ou par échange de titres, toutes les actions qu'ils consentiront à céder dans la limite d'un plancher fixé. Ce plancher est déterminé d'un commun accord entre la Chambre Syndicale et l'offreur et en principe doit permettre à ce dernier de prendre le contrôle de la société destinataire. Parallèlement l'offre est transmise pour examen au ministère des Finances qui dispose de trois jours pour

certes l'originalité du mode d'action de la société offrante, mais n'exprime pas ce qui, en définitive, est le plus important, son intention ultime. Si l'O.P.A. considère des *épargnants* qu'il convient de protéger sur un marché financier toute spéculation parallèle, l'O.P.C. s'adresse à des *actionnaires* qu'il importe de faire pleinement participer à une étape capitale de la vie de l'entreprise commune.

Dans le cadre où la Chambre syndicale l'a placée, la procédure de l'O.P.A. est avant tout celle d'une *technique boursière* de négociation de valeurs mobilières qui se situe aux côtés des « applications » traditionnelles, comme une cession directe d'un type relativement original. Pour certains, il s'agit là d'un nouveau type de marché de valeurs mobilières : La Presse (11). Mais en réglementant ainsi une technique boursière de négociations de titres au nom du monopole dont ses membres disposent en France, la Chambre syndicale n'a peut-être pas complètement pris conscience qu'elle se trouvait *d'abord* en face d'une proposition de modification de la structure de la société destinataire. L'appel à une information complète et précise des actionnaires destinataires est, dans l'O.P.A., lié au souci d'éviter des spéculations abusives commises au détriment de certains alors qu'il devrait conforter la proposition d'absorption qui est proposée à ces mêmes actionnaires. De la même manière, la constatation (12) que l'offre est « nécessairement faite à un cours supérieur au cours coté », n'est pas à apprécier comme « valorisation du capital », mais comme la juste contrepartie d'une fusion des actifs et capacités de deux entreprises. La liberté, enfin, de confronter des offres concurrentes ne repose pas tant sur l'idée de « compétition, règle même de libres négociations boursières » (13) que sur une possibilité de laisser se confronter plusieurs politiques de gestion.

Dans cette optique, l'approche *belge* des O.P.A. qui, ignorant le monopole des agents de change, admet libéralement les O.P.A., consi-

faire opposition. La Chambre Syndicale publie ensuite un avis qui donne succinctement tous les renseignements nécessaires sur l'opération. Les actionnaires qui désirent céder leurs titres doivent enfin adresser leurs ordres à une banque ou à leur agent de change. Cet ordre irrévocable constitue l'acceptation de l'offre. A l'expiration du délai d'offre, la Chambre Syndicale réunit les ordres de vente ou d'échange et constate, selon leur nombre que l'opération peut ou non se réaliser. Une réduction proportionnelle est possible. Les résultats sont publiés par un second avis de la Chambre Syndicale. B. Ferri, *Les offres publiques d'achat*, Paris, 1967. Cf. Annexe 1.

(11) Cf. L. Gaillochet, président de Franco-Wyoming, « L'offre d'achat par annonce dans la Presse », *Le Monde*, 19-20-1964. — M. Trochu, « Les offres publiques d'achat », *Revue trimestrielle de Droit commercial*, 1967, p. 704.

(12) B. Ferri, cit., p. 11. (« L'expression " O.P.A. " reprend des idées contenues dans l'expression américaine " TOB ", mais elle est moins agressive, d'un côté domine l'offre, de l'autre la prise de contrôle »), est un exemple de ce décalage.

(13) *Année Boursière*, cit., p. 189.

dère plus clairement l'originalité d'une technique qui est d'abord une proposition où se révèle « la volonté délibérée » manifestée par l'offreur « de modifier la nature, l'activité, la gestion ou la politique de la société en cause » (14). De la sorte, la réglementation qui découle de cette prise de position est claire. Il ne suffit pas à l'offreur de donner tous les renseignements nécessaires et proposer un prix supérieur à celui du marché, il lui faut préciser la « motivation circonstanciée » de l'offre. Il ne lui suffit pas d'opérer avec une relative surprise pour éviter spéculations ou réactions, il lui faut prévenir la société destinataire dont les administrateurs auront un devoir de réponse. Il ne suffit enfin pas à la Commission Bancaire, chargée de la surveillance, d'examiner les dossiers présentés, mais, le cas échéant, il lui faut parfois enquêter sur d'éventuels abus de puissance.

A dire vrai, il ne convient pas d'exagérer des différences qui tiennent plus du vocabulaire que d'autre chose. La Chambre syndicale des Agents de Change connaît l'O.P.C. derrière l'O.P.A. et les hésitations dont elle a fait preuve, son souci manifeste de l'élaborer qu'une réglementation provisoire, pragmatique avant tout, témoignent sans conteste que ses responsables sont sensibles à l'originalité profonde d'une technique dont seuls quelques éléments sont pour l'instant connus. L'affaire Saint-Gobain aura cependant montré les limites de cette réglementation et c'est maintenant à la jeune Commission des Opérations de Bourse (15) qu'incombe de proposer un cadre et une procédure pour cette technique, à la fois technique boursière et technique de concentrations d'entreprises. Mais le moins que l'on puisse dire est que ce cadre comme cette procédure seront plus contraignants.

La situation des offres dans le droit contemporain des sociétés par actions ne s'éclaircira d'ailleurs pas du fait que l'on aura choisi une conception au lieu d'une autre. Le droit comparé trouve son dynamisme non dans la résolution de problèmes laissée à d'autres, mais dans leur confrontation (16). Chaque nation a ses idées, ses problèmes, ses règles. L'offre britannique n'est pas l'offre américaine, comme à leur tour les « *take-over offers* » diffèrent des « offres publiques d'achat » belges ou françaises. Sans qu'il y ait là matière à inquiétude, il apparaît au contraire, qu'au sein d'un droit des sociétés en pleine mutation, O.P.C. et O.P.A. se rejoignent dans une fonction de *catalyseur* pour

(14) Sur l'approche belge, l'important article de G. SCHRANS, L'O.P.A. d'actions au porteur (TOB, *in Revue de la Banque*, 1965, pp. 495-529, et Rapport de la Commission Bancaire, *in Epargner et Investir*, n° 141 (déc. 1965).

(15) Créée par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967. Sur ses attributions, cf. M. BOITARD, *La Commission des opérations de Bourse*, J.C.P., Doctrine, 2161.

(16) A. TUNC, *English and Continental Commercial Law*, J.B.L., 1967.

dégager les problèmes majeurs de ce Droit et contribuer à leur solution.

C'est dans cette perspective que des conclusions peuvent être proposées à cette présentation des O.P.C. que l'évolution des O.P.A. ne contredira probablement pas.

L'intérêt de la technique d'offre se situe dans deux remarques simples. Elle constitue une méthode de concentration de sociétés particulièrement originale. Elle assure, dans un débat important de la vie d'une société, une participation renouvelée des propriétaires de la société, ses actionnaires. Esquissées au début de cette étude dans le cadre britannique, ces conclusions peuvent maintenant s'élargir.

L'O.P.C. est d'abord une *méthode de concentration de sociétés par actions* simple, originale et audacieuse. Agréée par le conseil d'administration de la société destinataire, l'offre permet un rapprochement, à la limite une fusion, de deux entreprises d'une manière plus simple et plus rapide que toutes les autres existantes, et ce, tant en Grande-Bretagne qu'en France. Peu onéreuse dans le premier pays, elle pourrait l'être également dans le second si les dispositions fiscales favorables admises pour les fusions lui étaient étendues (17). Combattue par ce même conseil qui s'oppose ainsi au projet, l'offre devient la technique redoutable mais essentielle qui a attiré l'attention des observateurs. Permettant de défier des administrateurs dont la politique est trop souvent conservatrice, elle constitue une discipline capitale de notre économie libérale à l'approche des grands bouleversements que l'idée européenne commence de faire germer. Mais l'O.P.C. est de plus un *moyen de réintéresser les actionnaires à la vie du bien commun.* En sollicitant individuellement chacun de répondre à la question qu'elle matérialise, l'offre restitue les actionnaires dans leur fonction première de juges qu'ils avaient depuis longtemps perdue. Parfois arbitres, toujours placés dans une égalité de principe les uns avec les autres, ils redeviennent ainsi des participants véritables mais sous une forme adaptée et renouvelée que l'évolution des sociétés imposait.

Sur ce plan, il apparaît que la *démocratie* des actionnaires n'est pas un mythe si l'on conçoit que ceux-ci, laissant aux administrateurs toute la liberté que les conditions modernes de gestion exigent pour eux, interviennent à quelques moments rares mais en pleine connaissance de cause lorsque des décisions engagent l'avenir de la société. A de nouveaux temps correspondent de nouveaux problèmes et de

(17) Ce qui est le cas en Grande-Bretagne, en ce qui concerne les droits sur les transferts de titres de la société destinataire, la taxation des plus-values dégagées dans la cession de ces titres, l'imposition des bénéfices de la société offreuse (qui peut notamment imputer les pertes de la société destinataire sur ses propres bénéfices, source de beaucoup d'offres). Cf. WEINBERG, cit., chap. 9 et 10 sur les avantages fiscaux des O.P.C.

nouvelles techniques pour les résoudre. A la réunion désuète et étriquée qui, se contentant de ratifier la fusion décidée par les administrateurs n'est plus qu'un mécanisme vidé de sa signification, est substituée la consultation sur une question précise où chacun doit répondre. A l'assemblée générale de la démocratie bourgeoise du XIX^e siècle, correspond le référendum informé de celle, plus désabusée du XX^e. A ce niveau, l'originalité de l'offre combattue par des administrateurs aux abois mais qu'accepte le corps des destinataires est bien de démontrer que le remède au trop célèbre désintéressement des actionnaires, n'est pas dans l'instauration précipitée d'une impression de bienveillance émanant des sanctuaires secrets où président les dirigeants, mais bien dans la *prise de conscience quotidienne* de leur existence pour les traiter en adultes responsables auxquels, ce qui tendait à s'oublier, des comptes doivent être rendus.

Communes en Grande-Bretagne pour les sociétés cotées ou non cotées, les offres vont le devenir en France, à tout le moins, pour les premières, non sans que l'opinion ne stigmatise parfois un instrument parfois brutal, aveugle et dangereux (18). Tandis que chaque pays la considère — selon sa philosophie propre — de l'observation bienveillante à la surveillance critique, il serait erroné de supposer que tous les *problèmes* posés par la mise en œuvre d'une technique dont les implications vont au cœur de nombre de principes fondamentaux du droit des sociétés, sont en passe d'être réglés. Si les méthodes de surveillance sont en place, le rôle des destinataires évalué, l'information et la protection des minoritaires assurées, tout un aspect de la procédure, celui des opérations *préliminaires* à l'offre proprement dite, reste à organiser si l'on veut que tant de spéculations ne viennent pas ruiner tout le bénéfice de la tentative. Sera-t-on sûr par ailleurs que l'actionnaire destinataire comprendra, parce qu'il reçoit une double information, ce qu'elle représente et les conséquences de son acceptation ?

Bien plus, des *problèmes nouveaux* apparaissent à la lumière de quelques années d'expérience qui touchent fondamentalement à la *morale* même des O.P.C. Malgré l'intérêt pour la collectivité que ce type d'offre représente, l'« image » du capitalisme n'est-elle pas ternie de manière profonde par le choc psychologique qu'est l'annonce d'une offre par surprise que combattra le conseil destinataire ? Le conseil d'administration de la société destinataire qui fait l'objet de l'offre a-t-il qualité pour agir au nom de ses actionnaires à l'occasion

(18) *Direction*, juin 1967, à propos de l'offre Beghin-Say. — P. DROUIN, « Un nouveau capitalisme sauvage », *Le Monde*, 16-1-1969. — L. GOODMAN, « Take-overs : Revaluing the stock holders' stake », *Sunday Times*, 12-1-1969.

de la cession de leurs actions ? (19). Est-il juste, enfin, d'insister sur la nécessité d'une information complète et précise des actionnaires pour assurer qu'ils ne perdront rien d'une proposition d'ailleurs démagogique alors qu'aucune disposition n'oblige l'offreur, sinon les pressions morales, à réaliser ses promesses quant à l'avenir des employés et ouvriers dans les réformes qui ne manqueront pas de suivre le rapprochement opéré ? (20).

Il n'était question, à l'époque de la bataille pour le *Savoy Hotel* et du conflit I.C.I./Courtaulds, que d'énoncer un certain nombre de règles obligatoires pour la mise en œuvre des offres. Une partie a été le fait des Recommandations Jenkins, une autre encore des Règles de la Cité de 1968 et sans doute l'expérience de la Commission des Opérations de Bourse française en décidera-t-elle bien d'autres. Mais pour l'instant, il convient d'être conscient de ce que le droit des O.P.C. est un *droit en gestation.*

L'imagination pratique des Anglais a souvent été à la source de techniques qui nous sont maintenant familières. Il en sera pour les offres comme il en a été en son temps pour la société anonyme. Il fallait se féliciter en 1966, des intentions de souplesse et de pragmatisme qu'invoquaient sur le sujet les autorités financières françaises qui ont ainsi eu le délicat mérite de subir les premières attaques. Peut-être les Anglais font-ils preuve de plus de détachement dans l'élaboration de ces procédures peu harmonieuses mais commodes dont ils ont le secret, mais, quoique les critiques soient chez eux également abondantes, ils partent de plus haut en pratiquant, bien plus que nous-mêmes, ce « culte de l'actionnaire » (21) que nous ne voyons qu'avec, il faut en convenir, quelque suspicion.

Sans doute, au fur et à mesure de l'affermissement du gigantesque mouvement de concentration de notre économie dont nous vivons les premières étapes, verrons-nous s'animer les pages financières de notre Presse avec le même pittoresque et la même verve que l'on peut observer en Grande-Bretagne (22). Mais au fur et à mesure, également, que l'on prendra conscience de la place qu'occupent, du fait de l'exis-

(19) Ce sera une question, à tout le moins en France, à la suite du jugement rendu par le Président du Tribunal de Commerce en référé dans l'affaire Franco-Wyoming le 21 avril 1964. Il ressort de cette décision : *a*) Que le Conseil d'Administration de la société destinataire n'a pas qualité pour apprécier une O.P.A. dans la mesure où la cession des titres « ne porte pas atteinte au patrimoine personnel de la société », et, *b*) Que toute procédure introduite par le Conseil risque de fausser l'O.P.A.

(20) Cf. les interrogations de L. C.B. Gower, Introduction à Weinberg, cit.

(21) L. C.B. Gower, H.L.R., 1956, cit., 1381.

(22) Pour un premier exemple, on lira avec intérêt les pages achetées par Saint-Gobain : *Le Monde*, 8-1-1969, *Le Figaro*, 18/19-1 et 26-1-1969 et par B.S.N. : *Le Monde*, 8-1 et 18-1-1969, *Le Figaro*, 14-1-1969.

tence même de cette technique, les actionnaires dans leur société, l'on se rendra clairement compte de ce que leur *rôle* est encore essentiel dans cette société par actions qu'ils contribuent tout de même à créer. Leurs aspirations s'insèrent dans ce vaste mouvement que l'opinion a tôt fait de qualifier de « réforme » de l'entreprise, et dans cet effort leur voix se fera entendre comme se fait entendre actuellement et justement celle des salariés de cette entreprise.

*
**

Il est certain que si les négociations de Bruxelles de 1963 avaient alors permis l'entrée de la Grande-Bretagne dans la Communauté Economique Européenne, les articles du Traité de Rome sur la concurrence eussent dû s'appliquer à une industrie qui, après maintes années de discussions, y entrera probablement, aura certes des difficultés pour s'adapter, mais aura tout de même pu entre temps opérer dans le silence toutes ses transformations structurelles nécessaires.

Tout ne s'est pas fait en réalité dans le silence, et l'affaire Courtaulds commé l'affaire Saint-Gobain, auront en définitive laissé une impression de *malaise* et d'inquiétude qui aura rejailli naturellement sur la naissance à la vie juridique de la technique qui les avait suscitées l'une et l'autre.

Ne serait-ce que parce qu'elle met l'accent sur les insatisfactions présentes du droit contemporain des sociétés, l'O.P.C. s'affirme déjà comme l'une des plus originales et des plus remarquables parmi les techniques apparues dans la première partie de ce siècle de la démesure.

Mais peut-être cette inquiétude et ces malaises éprouvés devant certains déferlements, parfois mal contrôlés, ne s'expliquent-ils pas autrement que parce que, beaucoup plus simplement, notre siècle n'a pas encore trouvé, selon la formule de l'un des innombrables commentateurs de l'affaire Courtaulds en décembre 1961 : « la formule moderne permettant de maintenir dans la sagesse les principaux duchés économiques sans briser leur puissance qui, finalement, est celle de la nation tout entière ».

Vu,
*Le Président de la thèse :*
A. TUNC.

Vu,
*Le Doyen de la Faculté de Droit et des Sciences Economiques de Paris :*
G. VEDEL.

Vu et permis d'imprimer,
*Le Recteur de l'Académie de Paris :*
J. ROCHE.

# ANNEXES

ANNEXE 1. — La procédure d'O.P.A. de la Chambre Syndicale des Agents de Change (France).

ANNEXE 2. — Renseignements à fournir dans un document d'offre (Stock-Exchange, Londres) (Grande-Bretagne).

ANNEXE 3. — Code de la Cité pour les O.P.C. 1968 (Grande-Bretagne).

ANNEXE 4. — Les O.P.A. en France de 1964 à 1969.

## *Annexe 1*

### LA PROCEDURE DES O.P.A. EN DROIT FRANÇAIS

La procédure des « offres publiques d'achat », a été élaborée par la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change et les représentants d'un certain nombre de nos grandes banques et approuvée par lettre du ministre des Finances, en date du 6 juillet 1966.

1° Préalablement à toute publicité, l'O.P.A. devra être présentée à la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change par un établissement bancaire de « premier crédit ».

2° L'O.P.A. devra avoir pour effet de donner à son auteur la majorité dans la société visée, ou tout au moins lui en assurer le contrôle, cette dernière condition résultant de circonstances de fait appréciées dans chaque cas par la Chambre syndicale de la Compagnie des agents de change.

3° La Chambre syndicale se réserve le droit d'obtenir justification du prix proposé pour l'O.P.A., en particulier lorsque celui-ci diffère notablement des cours cotés.

4° L'O.P.A. devra avoir été soumise pour examen à la Chambre syndicale et avoir fait l'objet d'un avis publié à la cote officielle des agents de change de Paris précisant ses modalités, toute publicité étant interdite avant la publication dudit avis.

Les modalités de l'avis et la procédure d'acceptation ont fait l'objet d'une mise au point officielle dont témoigne l'exemple ci-dessous (O.P.A. Comptoir Linier) :

A. — Avis de la Chambre Syndicale.

B. — Lettre d'acceptation.

C. — Bordereau d'agent de change.

## A. — Avis de la Chambre Syndicale.

*Avis n° 66-524 (19 septembre 1966).*

DECISIONS ET AVIS
de la Chambre syndicale
concernant les valeurs admises à la cote officielle.

---

*Offre publique d'achat d'actions*
*de la société COMPTOIR LINIER*

### I. — MODALITES DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT.

La Chambre syndicale des Agents de change de Paris fait connaître qu'elle a été saisie par la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord, agissant pour le compte de la Société anonyme SAINT FRERES, 34, rue du Louvre, Paris-1er, d'une offre d'achat adressée publiquement aux actionnaires de la Société COMPTOIR LINIER.

Par cette offre, la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord se sont engagés irrévocablement à acquérir, pour le compte de la Société SAINT FRERES, au prix de 26 F par titre, 110.000 actions de la Société COMPTOIR LINIER, sous la condition que cette quantité minimum de titres leur soit proposée.

Cette offre est valable jusqu'au 28 octobre 1966.

— Si les ordres de vente recueillis portent sur un nombre de titres inférieur à 110.000 actions, la Chambre Syndicale déclarera sans suite l'offre publique d'achat.

— Si les ordres de vente recueillis portent sur un nombre de titres supérieur à 110.000 actions, la Société SAINT FRERES se réserve le droit de se porter acquéreur de tout ou partie du surplus des titres offerts, aux mêmes conditions de prix. Après avoir pris connaissance du nombre total de titres représenté par les ordres de vente transmis à la Chambre Syndicale, la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord indiqueront à la Chambre Syndicale le nombre de titres qu'ils décident d'acquérir pour compte de leurs mandants.

Dans l'hypothèse où le nombre de titres dont se porteraient acquéreurs les initiateurs de la présente offre publique d'achat serait moins élevé que le total des titres offerts par les vendeurs, la Chambre Syndicale procéderait à une réduction proportionnelle des ordres de vente, de manière à ramener le nombre des titres offerts au niveau arrêté par la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord.

Le 9 novembre 1966, la Chambre syndicale publiera un avis à la cote officielle pour informer le public des résultats donnés par cette offre d'achat.

L'offre publique d'achat, qui fait l'objet du présent avis, s'exécutera selon la procédure qui suit.

### II. — PASSATION DES ORDRES DE VENTE.

Les propriétaires d'actions de la Société COMPTOIR LINIER désireux de céder leurs titres, devront adresser aux intermédiaires de leur choix

(Agents de change, Banques, Etablissements financiers) une lettre par laquelle ils leur donneront ordre irrévocable de céder leurs titres au prix de 26 F, dans le cadre de la présente offre publique d'achat.

Ces lettres seront reçues par les intermédiaires intéressés dès la publication du présent avis et devront en tout cas leur être parvenues au plus tard le 28 octobre, à peine de forclusion.

## III. — CENTRALISATION DES TITRES OFFERTS

Les intermédiaires susvisés remettront au service des titres de la Chambre Syndicale, dès réception des ordres de vente de leurs clients, et au plus tard le 7 novembre 1966, les titres offerts en réponse à l'offre publique d'achat. Les actions de la Société COMPTOIR LINIER étant admises en SICOVAM, la Chambre Syndicale n'acceptera des adhérents à cet organisme que des virements de compte. Les intermédiaires non adhérents à la SICOVAM devront déposer à la Chambre Syndicale des titres au porteur de bonne livraison en Bourse de Paris.

Chaque dépôt de titres sera accompagné d'une lettre du modèle ci-après, par laquelle l'intermédiaire déposant fera connaître à la Chambre Syndicale que les titres remis par lui correspondent à des ordres de vente émanant de clients désireux de céder leurs titres, au prix convenu. Par ailleurs, les intermédiaires autres que les Agents de change de Paris devront preciser dans cette lettre le nom du ou des Agents de change parisiens qu'ils auront choisis pour exécuter les ordres de vente de leur clientèle.

Passé cette date du 7 novembre 1966, la Chambre Syndicale n'acceptera plus de dépôts de titres. Les propriétaires de certificats nominatifs auront donc à présenter, le plus tôt possible, leurs demandes de conversion afin que le dépôt à la Chambre Syndicale des titres sous la forme au porteur puisse être effectué par l'intermédiaire de leur choix avant la date ultime fixée.

## IV. — DEPOUILLEMENT DES NEGOCIATIONS LIVRAISONS ET REGLEMENTS.

Si le nombre de titres proposés à la vente et centralisés par la Chambre Syndicale permet à cette dernière de déclarer, par son avis du 9 novembre, que la présente offre publique d'achat comporte une suite positive, le dépouillement des négociations, les livraisons et les règlements se réaliseront selon la procédure qui suit :

La Chambre Syndicale fera connaître le 10 novembre 1966 aux Agents de change de Paris le nom des intermédiaires qui les ont désignés pour exécuter leurs ordres de vente, ainsi que le nombre de titres que ces ordres concernent, compte tenu de la réduction éventuellement opérée.

Le 14 novembre 1966, les Agents de change de Paris inscriront sur leur répertoire officiel les négociations consécutives à l'offre publique d'achat ; la Chambre Syndicale communiquera en temps opportun aux Agents de change vendeurs les noms de leurs confrères, contreparties acheteurs, qui lui auront été indiqués par la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord.

Le dépouillement de ces négociations aura lieu aux conditions de droit d'impôt et de courtage, étant précisé que la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord se sont engagés à prendre à leur charge lesdits impôts et courtages qui incombent normalement aux vendeurs.

Le 15 novembre 1966, la Chambre Syndicale livrera à la Banque de Paris et des Pays-Bas et au Crédit du Nord les titres qu'ils auront acquis, ces deux Etablissements réglant ce même jour les Agents de change acheteurs. Ces derniers régleront le 16 novembre 1966 leurs confrères vendeurs, qui créditeront le 17 novembre 1966 les intermédiaires qui leur auront transmis des ordres de vente.

### V. — COTATION DE LA VALEUR PENDANT LA DUREE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT.

Les actions de la Société COMPTOIR LINIER demeureront en principe cotées, sous délais de livraison normaux, pendant toute la durée de l'offre publique d'achat, mais les acheteurs dont les ordres seront exécutés sous cette rubrique normale postérieurement au 10 octobre 1966 ne pourront prétendre être livrés en temps utile pour pouvoir répondre à l'offre publique d'achat.

En conséquence, dès le 11 octobre 1966, et jusqu'au 28 octobre, les actions de la Société COMPTOIR LINIER seront également négociées sous une rubrique « livrable », obligation étant imposée aux vendeurs de livrer sous délai de quarante-huit heures.

### B. — Modèle de lettre de dépôt des titres à la Chambre Syndicale.

Offre publique d'achat d'actions du COMPTOIR LINIER

Paris, le .....

Dépôt de titres n°

Monsieur le Syndic,

En réponse à l'offre publique d'achat que la Banque de Paris et des Pays-Bas et le Crédit du Nord ont adressée aux actionnaires de la Société COMPTOIR LINIER, offre que la Chambre Syndicale des Agents de change de Paris a portée à la connaissance du public par avis publié à la Cote Officielle du 19 septembre 1966, j'ai l'honneur de vous faire parvenir sous ce pli ..... ... actions de la Société COMPTOIR LINIER appartenant à un certain nombre de mes clients qui m'ont donné ordre irrévocable de vendre leurs titres, au prix fixé de 26 F, à la Banque de Paris et des Pays-Bas et au Crédit du Nord, agissant d'ordre et pour compte de la Société SAINT FRERES.

Dans l'hypothèse où la Chambre Syndicale déclarera que cette offre publique d'achat comporte une suite positive, les ordres de vente de ma clientèle, dont vous voudrez bien trouver ci-joint l'état détaillé en double exemplaire devront être confiés à Monsieur A..... (ou A, B, C), Agent de change, qui en assurera l'exécution (1).

Veuillez agréer, Monsieur le Syndic .....

(1) Seuls les intermédiaires autres que les Agents de change de Paris ont à remplir ce paragraphe.

## C. — Bordereau d'agent de change.

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT D'ACTIONS
DE LA SOCIETE COMPTOIR LINIER

Etablissement .....
Dépôt n° ..... Date .....
Agent de change chargé de vendre les titres (1).

| Quantités de titres offerts (2) (deviendront quantités vendues s'il n'y a pas de réduction) | Quantités vendues après réduction |
|---|---|
| *Total* ..... | *Total après réduction au taux de :* (3) ..... (3) |

(1) Prière d'établir un feuillet par Agent de change.
(2) Chaque ordre de client doit faire l'objet d'une ligne dans cette colonne.
(3) Le total des titres vendus après réduction et le taux de réduction sont indiqués par la Chambre Syndicale.

## *Annexe 2*

## SHARE AND LOAN DEPARTMENT OF THE STOK-EXCHANGE, LONDON DOCUMENTS D'OFFRES

### RENSEIGNEMENTS

| OFFRES D'ACHAT | OFFRES D'ECHANGE |
|---|---|
| 1. Référence à l'autorisation du Board of Trade (le cas échéant). | 1. *dito* |
| 2. Nom de l'offreur et, le cas échéant, du mandant. | 2. Nom de l'offreur et, le cas échéant, du mandant. Nature et détail de l'activité de la société offrante. |
| 3. Titre pour lesquels l'offre a été faite. | 3. *dito* |
| 4. Contrepartie offerte. | 4. Contrepartie offerte et rang des nouvelles actions quant aux dividendes, droits au capital et amortissement. |
| 5. Durée, date d'acceptation et lieu de réception. | 5. *dito* |
| 6. Conditions éventuelles mises à l'acceptation et, entre autres :<br>*a*) droit aux dividendes ;<br>*b*) imputation des frais d'offre ;<br>*c*) seuil de validation de l'offre ;<br>*d*) résolutions devant être votées par la société destinataire. | 6. Conditions éventuelles mises à l'acceptation et, entre autres :<br>*a*) éventuellement, d'une cotation ;<br>*b*) droit aux dividendes ;<br>*c*) imputation des frais d'offre ;<br>*d*) seuil de validation de l'offre ;<br>*e*) résolutions devant être votées par la société destinataire. |

| OFFRES D'ECHANGE | OFFRES D'ACHAT |
|---|---|
| 7. Changements notables dans la situation financière de la société destinataire depuis l'approbation des comptes du dernier exercice. | 7. *dito* |
| 8. Cours moyen sur le Stock Exchange de LONDRES du titre immédiatement avant l'annonce de l'offre. | 8. Cours moyen sur le Stock Exchange de LONDRES du titre offert et de celui devant être acquis immédiatement avant l'annonce de l'offre. |
| 9. Documents requis pour la matérialisation d'une acceptation valable. | 9. *dito* |
| 10. Date de règlement du prix d'achat. | 10. Date du règlement et titre de propriété devant être émis. |
| 11. Intérêts des administrateurs et recommandations sur l'acceptation. | 11. *dito* |
| | 12. Historique financier comparé des deux sociétés, créances, dividendes, politiques dans l'avenir. |
| | 13. Avantages susceptibles d'être recueillis en conséquence d'une acceptation de l'offre. |
| | 14. Statuts et comptes sociaux vérifiés par le Commissaire aux Comptes afférents au dernier exercice de la société offrante ainsi que, le cas échéant, les contrats pouvant être consultés et lieu de consultation dans la Cité de LONDRES. |
| 12. *dito* | 15. Dans le cas d'offre partielle, la précision que les acceptations seront reçues sur une base proportionnelle si elles parviennent en trop grand nombre. |
| 13. Déclaration que les fonds nécessaires à la satisfaction de l'offre sont disponibles. | |
| 14. L'offre devra être normalement offerte à l'acceptation pendant un délai maximum de 3 semaines. | 16. *dito* |
| 15. Si l'offre est faite directement aux actionnaires destinataires, précision que les Administrateurs de la société ont ou n'ont pas été consultés. | 17. *dito* |

## RENSEIGNEMENTS COMPLEMENTAIRES

| OFFRES D'ECHANGE | OFFRES D'ACHAT |
|---|---|
| 16. Dans le cas d'une offre partielle pour une catégorie déterminée de titres, explications des raisons du refus ou de l'impossibilité d'effectuer une offre de l'ensemble des titres dans cette catégorie. | 18. *dito* |
| 17. Lorsque les avantages compensatoires sont payés à un Administrateur sortant, précisions détaillées quant à la manière dont ces indemnités ont été calculées. | 19. *dito* |
| 18. Intervention des acheteurs quant à :<br>*i*) continuation de l'activité ;<br>*ii*) sort des employés de la société destinataire. | 20. *dito* |

Ces renseignements ne sont pas exhaustifs et sont, dans des cas particuliers, susceptibles d'extensions ou de modifications.

## *Annexe 3*

## CITY CODE ON TAKE-OVERS AND MERGERS, 1968

1° L'offre doit être adressée avant tout au Conseil d'Administration de la société destinataire de cette offre.

2° Si l'offre ou une approche en vue d'effectuer une offre n'est pas faite par l'offreur, mais par un mandataire, l'identité de l'offreur doit être révélée au Conseil dès cette approche ou cette offre.

3° Le Conseil d'Administration qui est ainsi approché est fondé à demander que la société offrante fournisse toute garantie quant aux ressources financières à sa disposition pour répondre à une acceptation complète de son offre.

4° Lorsqu'une offre est faite par une société mère en vue de l'acquisition de la participation minoritaire d'une de ses filiales, comme dans tout autre cas où l'offre n'est pas complètement dans les conditions du marché, il est essentiel qu'un avis compétent indépendant soit obtenu de façon à garantir les actionnaires destinataires que leurs intérêts sont protégés d'une façon complète.

5° Lorsqu'une intention ferme d'effectuer une offre est notifiée à un Conseil d'Administration en provenance d'une source sérieuse (quelles que soient les vues du Conseil sur cette offre), les actionnaires doivent être informés sans délai par avis dans la presse. Cet avis doit être suivi aussitôt que possible par une circulaire.

Lorsque des approches ont été entreprises qui pourront conduire ou non à une offre, le devoir du Conseil vis-à-vis de ses actionnaires est moins clairement défini. Il existe des dangers évidents à annoncer prématurément une approche qui peut ne pas conduire à une offre. Comme élément de réflexion, il peut être dit qu'une annonce des faits doit être effectuée aussitôt que les deux sociétés se sont mises d'accord sur les termes de base d'une offre et qu'elles croient de façon raisonnable au résultat heureux des négociations.

Dans toute situation qui pourrait conduire à une offre, que celle-ci soit accueillie favorablement ou non, une surveillance attentive du marché des valeurs doit être entreprise ; dans toute hypothèse d'un mouvement

incontrôlé du cours des actions, une annonce immédiate acompagnée de tous commentaires appropriés doit être effectuée.

6° Des Communiqués communs sont désirables dans toute la mesure du possible, pourvu que l'accord sur le texte ne conduise pas à des retards injustifiables. L'obligation de faire des communiqués repose aussi bien sur la société offrante potentielle que sur la société destinataire éventuelle

7° L'importance vitale du secret le plus absolu avant l'annonce d'une offre doit être soulignée.

Lorsqu'une offre est annoncée, l'identité de la société offrante doit être dévoilée, et cette société doit préciser l'importance de sa participation dans la société destinataire.

9° Les administrateurs doivent toujours garder à l'esprit qu'ils doivent agir dans l'intérêt des actionnaires pris dans leur ensemble. Les actionnaires de sociétés qui sont effectivement contrôlées par leurs administrateurs doivent admettre que dans toute offre, l'attitude de leur Conseil est décisive. Exceptionnellement, il peut y avoir de bonnes raisons pour que ce Conseil préfère une offre plus basse ou rejette une offre intéressante. En tout état de cause, lorsqu'un Conseil recommande l'acceptation de la plus basse de deux offres ou, étant un Conseil contrôlaire, lorsqu'il accepte une offre plus basse ou rejette une offre intéressante, aboutissant dès lors à contraindre les actionnaires de la minorité à agir de la même manière, ce Conseil doit examiner avec la plus grande attention les motifs de son action. Il doit être préparé à justifier sa bonne foi.

10° Les administrateurs dont les participations jointes à celles de leurs familles et de leurs mandants (trusts), permettent un contrôle effectif d'une société ou bien les actionnaires dans cette situation qui sont représentés au Conseil d'une société et qui envisagent de transférer leur contrôle, ne doivent pas, sauf en des circonstances très exceptionnelles, céder leurs titres, à moins que l'acheteur n'envisage d'étendre une offre comparable aux actionnaires restants. Lorsque les circonstances sont très exceptionnelles, le Panel (1) doit être consulté à l'avance.

11° Toute information donnée à un offreur préféré à d'autres, doit être sur demande fournie de la même manière à tout offreur potentiel de bonne foi qui a été repoussé.

12° Il est essentiel que lorsqu'une offre a été annoncée, le document d'offre et la lettre exprimant les vues du Conseil de la société destinataire soient diffusés aussitôt que cela est matériellement possible.

13° Tout document ou toute publicité adressé aux actionnaires ci-dessous doit être traité avec les mêmes critères de soin, en ce qui concerne les déclarations faites, que si ces documents étaient un prospectus dans l'acception du « Companies act ». Ceci joue, que le document ou la publicité émane ou soit faite par la société directement ou par ses conseillers pour son compte. Tout document envoyé aux actionnaires de la société destinataire doit indiquer que le Conseil (ou un comité spécial de ce Conseil dûment autorisé à agir) a examiné toutes les déclarations de fait et tous les avis contenus dans ce document, et accepte, individuellement ou collectivement, toutes responsabilités à cet égard, de même qu'il considère qu'aucun facteur ou argument important n'a été oublié.

(1) Cf. III° part. chap. 6.

Un exemplaire des pouvoirs donné au Conseil de la société (ou du comité, selon le cas) pour émettre ce document, doit être transmis au secrétariat du Panel.

14° Les actionnaires doivent être mis en possession de tous les faits nécessaires pour la formation d'un jugement informé sur les mérites ou les démérites d'une offre. Ces faits doivent être présentés correctement et honnêtement et doivent être mis à la disposition de l'actionnaire suffisamment tôt pour lui permettre de prendre une décision en temps utile. L'obligation de la société offrante envers les actionnaires de la société destinataire n'est pas moindre que ses obligations envers ses propres actionnaires.

15° Sans aucune manière, se départir de la nécessité impérative de maintenir le plus haut niveau de présentation correcte et honnête dans toutes les communications faites aux actionnaires dans une opération de prise de contrôle ou de fusion, l'attention est plus particulièrement attirée dans ce domaine sur les prévisions de bénéfices et les valeurs d'actif.

Les prévisions de bénéfices doivent être préparées par les administrateurs avec le plus grand soin. Les calculs et les bases des prévisions doivent être examinés par les commissaires aux comptes ou des experts comptables consultés, et faire l'objet d'un rapport de leur part.

Les prévisions et les présomptions sur lesquelles elles se fondent doivent être corroborées dans toute la mesure du possible par la Banque de la société ou tout autre Conseiller, et faire l'objet d'un rapport. Les rapports des commissaires, des experts comptables ou des conseillers doivent être transmis par écrit aux administrateurs.

Les présomptions sur lesquelles les prévisions de bénéfices sont faites, doivent être mentionnées dans la circulaire.

Dans toute hypothèse où les prévisions de bénéfices apparaissent dans une circulaire et visent une période pendant laquelle l'activité a déjà commencé, la circulaire doit indiquer les derniers chiffres de bénéfices non contrôlés, disponibles, et visant la partie de cette période d'activité mis en rapport avec les chiffres correspondants de l'année précédente. Inversement, si ces chiffres ne sont pas disponibles, le fait doit être mentionné.

Lorsqu'une réévaluation des actifs est donnée en relation avec une offre, le Conseil doit être soutenu par l'opinion d'experts professionnels indépendants, et les bases de l'évaluation doivent être clairement indiquées.

16° Le document d'offre doit indiquer les participations de la société offrante dans la société destinataire en même temps que le total des participations dans la société destinataire que possèdent les administrateurs de la société offrante. Le document de la société destinataire donnant une recommandation à ses actionnaires sur l'offre (que cette recommandation soit d'acceptation ou de rejet de l'offre) doit (*a*) donner le détail des participations (*i*) des administrateurs de la société destinataire dans leur société et dans la société offrante, et (*ii*) de la société destinataire dans la société offrante, et (*b*) préciser aux actionnaires si les administrateurs de la société destinataire ont l'intention, en ce qui concerne leurs participations, d'accepter ou de rejeter l'offre. Si une participation visée dans ce paragraphe a été acquise dans les six mois de la date du document d'offre, le détail de cette acquisition devra être précisé incluant les dates et prix d'acquisition.

17° Lorsque l'offre est à contrepartie en numéraire ou comporte un élément de numéraire, le document d'offre doit comporter la confirmation du Conseiller ou de toute autre personne indépendante appropriée que la société dispose de ressources suffisantes pour répondre à une acceptation totale de l'offre.

18° Les documents adressés aux actionnaires de la société destinataire recommandant ou rejetant des offres doivent contenir le détail de tous les contrats de travail en vigueur au profit des administrateurs de la société destinataire ou d'une quelconque de ses filiales qui ont encore plus de 12 mois à courir et, si ces contrats ont été conclus dans les 6 mois de la date de la circulaire, la date de ces contrats et le détail de tout contrat immédiatement précédent. Les documents d'offre émanant de la société offrante devront préciser si les salaires de ses administrateurs seront affectés par l'acquisition de la société destinataire.

19° De façon à faciliter le travail du Panel, des exemplaires de tous les communiqués publics effectués et de tous les documents adressés aux actionnaires et portant sur une opération de prise de contrôle ou de fusion, en même temps que les rapports visés au second sous-paragraphe du paragraphe 15° ci-dessus devront être transmis simultanément au secrétariat du Panel.

20° Aucune offre d'acquisition de la totalité du capital d'une société (ou d'acquisition de la partie de ce capital qui, si l'offre était acceptée complètement, aboutirait à donner à la société offrante le contrôle des votes dans le capital de la société destinataire) ne sera déclarée ferme si la société offrante n'a pas acquis, en conséquence de l'offre ou par l'acquisition d'actions avant ou au cours de l'offre, à la clôture de l'offre, des actions représentant plus de 50 % des droits de vote de ce capital.

21° Toute offre doit être au départ ouverte pendant au moins 21 jours et, si elle est révisée, rester ouverte pendant au moins 8 jours de la date d'envoi aux actionnaires de la notification de révision. Un acceptant sera fondé à retirer son acceptation en tout état de cause après l'expiration de 21 jours à compter de la première date de clôture de l'offre initiale, si l'offre n'a pas, à cette expiration, été déclarée ferme. Ce droit à retrait pourra être exercé jusqu'à ce que l'offre soit déclarée ferme.

22° Lorsqu'une offre est déclarée ferme dans des cas où l'article 209-2° du « Companies Act 1948 » ne s'applique pas (2) et de façon à donner aux actionnaires qui n'ont pas accepté l'offre la possibilité de le faire, l'offre doit être prolongée pour une période d'un minimum de 14 jours à moins que dans un délai d'au moins 7 jours, notification n'ait été donnée de l'intention contraire par la société offrante.

23° Une société offrante qui désire prolonger une offre, doit annoncer son intention au plus tard à 9 h. 30 du matin, le jour ouvrable suivant le jour d'expiration de l'offre.

24° A 9 h. 30 au plus tard du jour ouvrable suivant l'expiration de l'offre initiale ou de toute offre prolongée ou révisée, la société offrante doit annoncer et simultanément informer le « Stock Exchange » :

*a*) Soit que l'offre est déclarée ferme, soit qu'elle a été abandonnée, et dans le premier cas,

(2) Cf. II[e] part., chap. 4 s.

*b*) le nombre total d'actions (*i*) transférées en conséquence de l'offre, (*ii*) détenues avant l'offre, (*iii*) acquises au cours de l'offre par la société ou les associés.

Si la société offrante est dans l'incapacité de s'exécuter dans le délai prévu ci-dessus, le « Stock Exchange » considèrera la suspension des négociations des titres de la société destinataire ainsi que s'il est nécessaire de ceux de la société offrante, jusqu'à ce que l'information requise ait été fournie. Si la société offrante ne s'exécute pas à 3 h. 30 de l'après-midi de ce jour, tout acceptant est fondé immédiatement après à retirer son acceptation.

25° Toutes les conditions exprimées dans les paragraphes 20 à 24 ci-dessus doivent être clairement indiquées dans le document d'offre.

26° D'une façon générale, les offres d'acquisition de moins de 100 % du capital d'une société destinataire non déjà détenues par la société offrante ou une de ses filiales sont indésirables. S'il existe des circonstances dans lesquelles une offre générale d'acquisition de moins de 100 % est, dans l'avis de la société offrante, justifiée, elle doit être faite à tous les actionnaires de la catégorie et des dispositions doivent être prises en faveur des actionnaires qui désirent accepter pour recevoir la totalité du pourcentage correspondant de leur participation. Il est admis qu'il peut y avoir des circonstances très exceptionnelles dans lesquelles, dans l'intérêt de tous les actionnaires, une opération doit être faite visant une minorité déterminée, sans qu'une offre similaire soit faite aux autres actionnaires. Dans de telles circonstances, le Panel doit être consulté à l'avance.

27° Lorsqu'une offre est faite pour plus d'une catégorie d'actions, des offres séparées doivent être exprimées pour chaque catégorie et la société offrante doit indiquer qu'elle recourrera à son pouvoir d'expropriation en vertu de l'article 209 du « Companies Act 1948 » (3) pour chaque catégorie séparément.

28° Lorsque dans une offre il existe des obligations convertibles, toutes dispositions doivent être prises pour offrir au détenteur de ces obligations toute modification des termes de la conversion ou toute disposition utile pour s'assurer que leurs intérêts ne sont lésés. Lorsque des options ou des droits de souscription sont en cours, ce paragraphe s'applique *mutatis mutandis*.

20° Il est considéré comme indispensable de ne pas gêner le marché. En conséquence, toutes les parties, à une opération de prise de contrôle ou de fusion, et leurs associés sont libres d'entrer dans toutes négociations qu'ils désirent sous la réserve d'une notification quotidienne au « Stock Exchange », et à la Presse (au plus tard à midi du jour ouvrable suivant la date de la transaction) de toutes les actions, soit de la société destinataire, soit de l'offreur, acquises ou vendues par eux ou leurs associés respectifs, que ce soit sur le marché ou autrement et avec l'indication du prix.

30° Quoiqu'il en soit, aucune négociation d'aucune sorte (influant le marché à terme) portant sur les actions des sociétés offrantes et destinataires, émanant d'une personne qui est au faîte des discussions préliminaires sur la prise de contrôle ou la fusion, ne sera autorisée entre la

(3) Cf. II° part., chap. 5.

date (*a*) à laquelle l'approche initiale a été effectuée ou notifiée, ou (*b*) lorsqu'il y a des raisons de supposer qu'une approche en vue d'une offre va être faite et la date d'annonce de l'approche ou de l'offre ou encore de la clôture des discussions.

31° Si la société offrante, seule ou en association avec d'autres, achète des actions sur le marché ou autrement au cours de la période d'ouverture de l'offre et au-dessus du prix d'offre, elle doit offrir le prix le plus élevé à tous les acceptants. Ce prix ne sera pas inférieur au prix moyen net (excluant les commissions et les droits de timbre) des actions ainsi acquises au cours de cette période. Si l'offre implique une émission de nouvelles actions déjà cotées, la valeur de ces actions sera normalement dans la perspective ci-dessus calculée par référence au cours officiel quotidien de clôture des actions au cours de l'offre. Si l'offre implique l'émission de titres qui ne sont pas déjà cotés, cette valeur sera fondée sur une estimation raisonnable du cours d'ouverture éventuel.

32° Dans la mesure où des achats à conditions spéciales ne peuvent pas toujours être étendus à tous les actionnaires, ces achats, qu'ils soient faits au cours de l'offre ou dans sa perspective, ne doivent pas être effectués.

33° Lorsque des négociations par un associé d'une société offrante ou destinataire peuvent affecter l'issue de l'offre dans les circonstances où l'associé possède un intérêt existant ou potentiel, financier ou commercial, au succès ou au rejet de l'offre, cet associé doit être préparé à justifier au Panel que son attitude n'a pas été préjudiciable aux intérêts des actionnaires en général de la société offrante ou destinataire selon le cas.

34° Au cours d'une offre et même avant la date de l'offre, si le Conseil d'Administration de la société destinataire a des raisons de croire qu'une offre de bonne foi est éminente, ce Conseil ne doit, sauf en exécution d'un contrat conclu avant cette période, et sans l'accord des actionnaires réunis en Assemblée Générale, émettre aucune action autorisée mais non émise, ni vendre, disposer de, acquérir ou accepter de vendre, de disposer de ou d'acquérir des biens en quantité appréciable ni même passer des contrats importants autres que ce qui concerne le cours ordinaire de son activité.

## *Annexe 4*

### LES O.P.A. EN FRANCE DE 1964 A 1969

| Sociétés destinataires | Sociétés offrantes | Prix offert | Cours av. 31-12 précédent | Seuil | Résultats |
|---|---|---|---|---|---|
| Franco-Wyoming ..... | Midhurst-Western Prop (U.S.) | 270 | 170 | 820.000 actions | Non précisé |
| Simca Industries ..... | Fiat | 185 | 160,50 | Sans | Majorité renforcée |
| Comptoir Linier ..... | Saint Frères | 26 | 38,50 | 110.000 | M. acquise |
| Parfums Caron ..... | A. H. Robins et C° | 450 | 380 | 80.000 | M. acquise |
| Mines de Huaron ..... | Cie Suez | 135 | 90,50 | 120.000 | M. acquise |
| Raffineries Say ..... | Beghin | 155 | 114,50 | 600.000 | Sans suite |
| Carrières de l'Ouest .... | Basaltes français | 100 | 59 | — | M. acquise |
| Glaenzer Spicer ..... | Uni Cardan A.G. (R.F.A.) | 80 | 48,50 | Sans | M. acquise |
| Immobilière marseillaise. | Rue Impériale de Lyon | 1.260 | 816 | — | M. acquise |
| Cie de Navigation mixte. | Cie Suez | 120 | 74,40 | Sans | Sans suite |
| Union de transports et participations ..... | A. de Gunzburg. | 125 | 74 | 16.000 | M. acquise |
| Manufacture de tapis et couvertures ..... | Saint Frères | 110 | 82 | 42.000 | M. acquise |
| Cie française d'accumulateurs électriques ..... | Société Financière et Mobilière | 180 | 140 | 16.750 | M. acquise |
| Cie générale du Maroc .. | Bque Paris et Pays-Bas | 90 | 62,40 | 26.000 | M. acquise |
| Raffineries de Chantenay. | Beghin-Say | 178 | 79 | 73.500 | M. acquise |
| Cie industrielle et financière Latil ..... | Bque Paris et Pays-Bas | 100 | 79 | 42.000 | M. acquise |
| Sucreries brésiliennes ... | Groupe Brésilien | 212 | 112 | Sans | M. renforc. |
| Anciens Ets Charles Berthiez ..... | Marine-Firminy | 50 | 50,50 | Sans | M. acquise |
| Société Hôtels réunis .... | Metropolitan Hotels Ltd (G.-B.) | 300 | 209 | Sans | M. acquise |
| Robinetteries S.A.J.-C.O. M.A.P. ..... | Cie Financière de Robinetterie | 250 | 180 | 40.500 de chaque | M. acquise |
| Ets Ruby ..... | L'Oréal | 105 | 115 | Sans | M. acquise |
| Cie de Saint-Gobain ..... | Boussois-Souchon-Neuvesel | titres : 230 | 130 | 3.366.000 puis sans | Sans suite |

# BIBLIOGRAPHIE

## 1. — TEXTES.

### A. — Grande-Bretagne.


Report of the Committee on Company Law Amendment (Cohen Committee), (Londres, 1945).

Companies Act, 1948 (C.A. 1948) (Law Reports [Statutes] 1948).

Prevention of Fraud (Investments) Act, 1958 (L.R. [S.] 1958).

Licensed Dealers (Conduct of Business) Rules, 1960 (Board of Trade, 1960, n° 1216).

London Stock Exchange Rules (Londres, 1962).

— Requirements for documents of offer (Londres, 1962).

Report of the Company Law Committee (Jenkins Committee) (Londres, 1962).

Monopolies and Mergers Act, 1965 (L.R. [S] 1965).

Memorandum of guidance and requirements of the Federation of Stock Exchanges in Great Britain and Ireland, 1966 (Londres, 1965).

City Code on Monopolies and Mergers (Issuing Houses Association, Londres, 1968).


### B. — Australie.


Autralian Capital Territory's Companies Ordinance, 1962-63 (Canberra, 1964).

Queensland's Companies Act, 1961, n° 55 (Brisbane, 1965).

New South Wales Companies Act, 1961, n° 71 (Sydney, 1963).

Tasmania Companies Act, 1962, n° 66 (Tasmania, 1962).

Western Australia Companies Act, 1961-1962, n° 82 (Perth, 1962).

South Australia Companies Act, 1962, n° 56 (Adelaide, 1962).


### C. — Nouvelle-Zélande.


Companies Act, 1955, n° 63 (N.Z. Statutes [Nouvelle publication]).

Companies Amendment Act, 1963, n° 136 (N.Z. Statutes, 1963) Part 1. Take Over Offers.

Overseas Take Over Regulations, 1964 (Statutory Regulations, 1964).


### D. — Afrique du Sud.


Companies Act, 1926, n° 46 (Pretoria, 1962).

Johannesburg Stock Exchange, Requirements of Take Over Bids or Offers To Purchase In Terms Of Section 103 *ter* Of The Companies Act By Or To Any Listed Company Or Its Subsidiary Company, 1959 (Johannesburg, 1959).

— Rules (Johannesburg, 1965).

E. — FRANCE.

Chambre syndicale des Agents de Change, Année Boursière, 1966, VIII, pp. 287 s. Offres Publiques d'Achat.

F. — BELGIQUE.

Commission Bancaire (Rapport de la), Epargner et Investir, 1965.

## 2. — OUVRAGES.

BERLE (A. A.), MEANS (J. S.) : The modern corporation and private property (New York, 1932).

BERLE (A. A.) : Power without property (New York), 1959).

BERLE (A.) : Le capital américain et la conscience du roi (Paris, 1957).

*Board of Trade* : General Annual Report on Companies (Londres, annuel).

BUCKLEY : On the Company's Act (Londres, 1957).

CHAMPAUD (C.) : Le pouvoir de concentration de la société par actions (Paris, 1962).

DAVID (R.) : Le Droit anglais (Paris, 1965).

— Traité élémentaire de droit comparé (Paris, 1950).

— Gutteridge-Wortley. Introduction à l'étude du droit privé de l'Angleterre (Paris, 1948).

DIDIER (P.) : Les sociétés commerciales (Paris, 1965).

GOWER (L. C. B.) : The principles of modern company law (2e éd.) (Londres, 1957).

HENOCHSBERG : On the Companies Act (2e éd.), par Fairbairn (Durban, 1963).

HORNBY (J. A.) : La fusion des sociétés, VIe Congrès de Droit comparé, Hambourg, 1962.

*Joint Council of the Societies of Chartered Accountants of South Africa.* Recommendations for the amendment of the C.A. 1926 (Johannesburg, 1964).

LGTHAM-KOKAI (V.) : The control of monopolies and restrictive practices in trade (Londres, 1956).

MAGNUS-ESTRIN : The Company Act, 1948 (2e éd.) (Londres, 1951).

MEYSSAN (P.) : Les droits des actionnaires dans la société anonyme (Paris, 1962).

MOON (R.) : Business Mergers and Take-Over Bids (Londres, 1959).

*Notes on Amalgamations of British Businesses* (« City Notes »), (Londres, 1959).

SCHMITTHOFF (C. M.) et CURRY (T. P. R.) : Palmer's Company Law (20e éd.) (Londres, 1959) + 1er Supplément.

PATON (G. W.) : The Commonwealth of Australia (Londres, 1952).

PROUTY (J. B.) : The Transformations of the Board of Trade, 1830-55 (Londres, 1957).

RIPERT (G.) : Aspects juridiques du capitalisme moderne (Paris, 1951).

ROBSON (J. L.) : New Zealand (Londres, 1954).

SAMPSON (A.) : Anatomy of Britain (1re éd.) (Londres, 1962).

SMITH (L.) : The Board of Trade (Londres, 1928).

TUNC (A.) : Le droit des Etats-Unis (Paris, 1964).

TAMBOISE (A.) : La stabilité du contrôle dans les sociétés par actions (Paris, 1929).

VANHAECKE (M.) : Les groupes de sociétés (Paris, 1959).

WEINBERG (M. A.) : Take Overs and Amalgamations (Londres, 1962).

## 3. — ARTICLES.

### *a*) OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT.

ARANDA (G.) : Les quinze leçons de la bataille Saint-Gobain, *Entreprise*, 22-2-1969.
— Les O.P.A. peuvent faire avancer l'Europe des Entreprises, *Communauté Européenne*, fév. 1969.

CHENEVIER (R.) : Une stricte règle du jeu pour les O.P.A., *Cote Desfossés*, 2-3-1969.

COWEN (H.) : The unsung coup of Mr Chambers, *Banker*, avril 1962.

DEMEULENAER (L.) : Les offres publiques d'achat, *Le Monde*, 24-11-1966.

EMERIT (F.) : O.P.A., Loi de la Jungle ou Démocratie financière ? *L'Economie*, 7-2-1969.

FARRAR (J. H.) : Finance of TOB, *New Law Journal*, 25-5/1-6-1967.

FERRI (B.) : Les offres publiques d'achat, Paris, 1967.

GOWER (L. C. B.) : The battle for the Berkeley, *Harvard Law Review*, 1956.

JAY (R. H. D.) : The lessons of Clore and Chambers, *New Statesman*, 12-1-1962.

JEUNE (A.) : L'O.P.A. et la politique des dividendes, *Le Capital*, 20-3-1969.

GOODMAN (L.) : Take-overs : revaluing the shareholders stake, *Sunday Times*, 12-1-1969.

GOETSCH (J.) : Les petits actionnaires devant les O.P.A., *L'Echo de la Finance*, 7-2-1969.

MOMMÉJA (P.) : Voici le mécanisme prévu pour les offres publiques d'achat, *Le Figaro*, 23-11-1966.

NUNZIANTE (G.) : Take over bids, *Revista de diritto civile*, 1961.

MONTMORENCY (S. F. G. de) : Take-over bids, *Journal of Business Law*, 1963.

DROUIN (P.) : Un nouveau capitalisme sauvage, *Le Monde*, 16-1-1969.

PELLION : Faut-il un code des O.P.A. ? *Les Assemblées générales*, 27-1-1969.

SCHRANS (G.) : L'offre publique d'achat d'actions au porteur (Take-over bid), *Revue de la Banque* (Bruxelles), 1965, n° 5.

RICE (D. G.) : Take-over bids, *J.B.L.*, 1961.
— Take-over bids for private companies, *J.B.L.*, 1960.
— Good and bad take-over bids, *J.B.L.*, 1960.

SIEBEL (U. R.) : Der TOB Gemäss sect. 209 des Englischen C.A. 1948, *Zeitschrift für Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 1963.

TARDIEU (H.) : La Bourse à l'heure de l'O.P.A., *L'Expansion*, fév. 1969.

TROCHU (M.) : Les offres publiques d'achat, *Revue trimestrielle de Droit commercial*, 1967.

VERNAY (A.) : Eating tigers is wrong, *Statist*, 26-1-1962.
— Requiem pour une O.P.A., *Le Figaro*, 15/16-3-1969.
— Les Codes anglais et belge des offres politiques, *Le Figaro*, 18/19-1-1969.

LA MARTINIÈRE (A.) : La procédure d'offre publique aux actionnaires en Grande-Bretagne, Londres, 1967.

VÈNE (A.) : Eléments de hausse des valeurs, les O.P.A. ont dans l'immédiat des effets favorables, *Le Monde*, 15-1-1969.

WOOD (J. C.) : La circulaire d'offre d'échange d'actions est-elle un prospectus ? *R.T.D. Com.*, 1956.

— Le calcul des délais pour l'application de l'article 209 du C.A. 1948, *R.T.D.* Com., 1956.

ANONYME : A quelles conditions peuvent réussir en France les Take-over bids ? *Fortune Française*, 25-8-1965.

— The I.C.I.-Courtaulds battle, *Cartel*, juillet 1962.

— Man made monopoly, etc., *The Economist*, 23-1-1961/12-1-1962.

— Tiger bites dog, *Statist*, 9-2-1962.

— Les offres publiques d'achat, *Banque*, 1966.

— La technique de l'offre publique d'achat, *Journal des Finances*, 8-4-1966.

— L'offre d'achat par annonce dans la Presse, *Le Monde*, 19/20-4-1964.

— Take-over sur Franco-Wyoming, *Journal des Finances*, 17-4-1964.

— Bourse, O.P.A. et vérité des prix, *L'Economie*, 25-11-1966.

— Le rôle et l'avenir de la Commission des opérations de Bourse, *Le Monde*, 17-1-1969.

— L'offre publique d'achat n'est pas le procédé le plus courant en France pour prendre le contrôle de sociétés, *Le Monde*, 28/29-5-1967.

— Les O.P.A. en France, *Le Figaro*, 14-1-1969.

— La Bourse et l'O.P.A., *L'Opinion*, 24-11-1966.

— Fusion et respect des droits des actionnaires, l'offre publique d'achat, *L'Economie*, 16-3-1967.

— La technique des offres publiques d'achat, *Entreprise*, 1-12-1966.

— Plaidoyer pour l'O.P.A., *Journal des Finances*, 27-2-1969.

— A propos d'une O.P.A., *Bourse et Finance*, 2-2-1969.

— Petit memento de l'O.P.A., *Les Informations économiques et commerciales*, 3-1-1969.

— Entretien sur les O.P.A., *Cote Desfossés*, 18/19-1-1969.

*b*) GÉNÉRAL.

BOGGIE (F.) : The control of monopoly, *Cartel*, avril 1962.

BOYLE (A. J.) : The sale of controlling shares in English Law and the Jenkins Committee Report, *International and Comparative Law Quarterly*, 1964.

CHORLEY (Lord C.) : La fusion de sociétés en Droit anglais, *Association internationale de Droit comparé, A.I.E.D.C.*, 1961, n° 83.

COOK (D. C.), FELDMAN (M.) : Insider trading under the Securities Exchange Act, *H.L.R.*, 1950.

DAVID (R.) : La réforme de la loi sur les sociétés d'après le Droit comparé, *Revue internationale de Droit comparé*, 1941.

ESCARRA (A.) : Some points of comparison between the C.A. 1948 and the French law on companies, *Cambridge Law Journ.*, 1951.

EMERSON (F. D.) : The role of management and shareholders in corporate government, *L.C.P. Duke University*, 1958.

DODD, (M.) : For whom are corporate managers trustees ? *H.L.R.*, 1931.

DROUIN (P.) : La nouvelle stratégie industrielle, *Le Monde*, 21/25-9-1966.

— Croissance économique et maladie de la Bourse, *Le Monde*, 9-12 et 11-12-1966.

GIBSON (G. C.) : How fixed are shareholders rights ? *L.C.P. Duke Univ.*, 1958.

HAGGETT (J.) : Les pratiques restrictives dans le commerce et l'industrie d'après la loi anglaise de 1956, *Revue internationale de Droit comparé*, 1963.

HILL (A.) : The sale of controlling shares, *H.L.R.*, 1957.

HORNSEY (G.) : Some aspects of the law relating to company control, *H.L.R.*, 1950.

HOUIN (R.) : La fusion de sociétés en Droit français, *A.I.E.D.C.*, 1961, n° 65.

HORNSEY (G.) : Tendances récentes du Droit anglais des sociétés, *Revue des Sociétés*, 1953.

HOUSSIAUX (A.) : Les récentes concentrations en Grande-Bretagne, *Direction*, 1963.

JACOB (A.) : La concentration des entreprises fait peser de graves menaces sur la Presse britannique, *Le Monde*, 12-1-1967.

JENNINGS (R. W.) : The role of the States in corporation regulations and investor protection, *L.C.P. Duke Univ.*, 1958.

GOWER (L. C. B.) : Some contrasts between British and American corporation law, *H.L.R.*, 1956.

KENEC'HDY (T.) : La république anglaise, *Le Monde*, 25/28-3-1966.

LATTIN (N. D.) : Minority shareholders protection in American corporation law, *J.B.L.*, 1957.

— Minority and dissenting shareholders'rights in fundamental changes, *Law and Contemporary Problems Duke Univ.*, 1958.

MEARS (S. L.) : Non voting ordinary shares, *J.B.L.*, 1957.

MERCIER (A.) : Business in France, *Le Monde*, 15/18-6-1965.

SAMUELS (A.) : Lifting the veil, *J.B.L.*, 1964.

SCHMITTHOF (C.) : The rule of the majority and the protection of the minority in English law, *Mélanges* Straffa, 1961.

— La réforme du droit anglais des sociétés, *Revue des Sociétés*, 1946.

— The company as an instrument of business organization, *J.B.L.*, 1960.

— The implications of company law reform, *J.B.L.*, 1960.

CANIZARES (F .de S.) : Les sociétés en droit comparé, *A.I.E.D.C.*, 1961, n° 76.

TUNC (A.) : English and Continental commercial law, *J.B.L.*, 1961.

— Le contrôle fédéral des sociétés par actions aux Etats-Unis, *R.T.D. Comm.*, 1952.

— L'effacement des organes légaux dans la société anonyme, *Dalloz*, 1952.

VANVES (J.) : Les concentrations et la Bourse, *Journal des Finances*, 30-1-1969.

VERROONE (R.) : La fusion des sociétés dans les pays du marché commun, *La Vie Judiciaire*, 3-4-1962.

WOOD (J. C.) : Le contrôle des monopoles et des pratiques anti-concurrentielles, *R.T.D. Comm.* 1960.

WRACC (L. P.) : The work of the British Restrictive Practices Court since 1958, *American Journal of Comparative Law*, 1961.

WILSHER (P.) : The Monopolies Commission versus the conglomerates, *Sunday Times*, 2-2-1969.

ANONYME : Freezing out minority shareholders, *H.L.R.*, 1961.

— The right of shareholders dissenting from corporate combinations to demand cash paiments for their shares, *H.L.R.*, 1961.

— Corporate powers as powers in trust, *H.L.R.*, 1931.

— Safeguarding the shareholders' interest, *The Times*, 17-7-1968.

# TABLE DES MATIERES


INTRODUCTION ..... 1

PREMIÈRE PARTIE

*LES PRINCIPES*

*Introduction* ..... 11

TITRE PREMIER

L'IDEE

CHAPITRE PREMIER. — *Les structures* ..... 17
*Section 1.* — Le concept ..... 18
*Section 2.* — Les caractères de l'offre ..... 21
*Section 3.* — La mission des offres ..... 25
CHAPITRE 2. — *Le cadre des O.P.A.* ..... 29
*Section 1.* — Des conditions difficiles d'exploitation de la société destinataire ..... 30
*Section 2.* — Une politique conservatrice des contrôleurs ..... 32
*Section 3.* — La vulnérabilité des sociétés contemporaines aux O.P.A. .... 37

TITRE II

LES TYPES D'OFFRE

CHAPITRE 3. — *Les offres complètes* ..... 43
*Section 1.* — Les offres à contrepartie de numéraire : offres d'achat .... 44
*Section 2.* — Les offres à contrepartie en titres : offres d'échange ..... 47
*Section 3.* — Les offres à contrepartie mixte ..... 50

CHAPITRE 4. — *Les offres partielles* ..... 53
*Section 1.* — La situation particulière des offres partielles ..... 54
*Section 2.* — Les formes d'offres partielles ..... 56
*Section 3.* — Les réformes nécessaires ..... 58
CHAPITRE 5. — *Les offres spéciales* ..... 65
*Section 1.* — L'offre complète ou partielle émanant d'une société nouvelle ..... 66
*Section 2.* — L'offre inversée de fusion ou de prise de contrôle de la société « offrante » par la société destinataire ..... 69
*Section 3.* — Les offres anormales ..... 71

TITRE III

LE STATUT JURIDIQUE

CHAPITRE 6. — *La réglementation des offres* ..... 77
*Section 1.* — Les principes de la réglementation britannique des offres .. 78
*Section 2.* — L'expérience des pays d' « outre-mer » ..... 83
*Section 3.* — Le rapport Jenkins et le Code de la Cité ..... 87

## DEUXIÈME PARTIE

## *LA PROCEDURE*

*Introduction* ..... 95

TITRE PREMIER

L'OFFRE

CHAPITRE PREMIER. — *L'émission* ..... 99
*Section 1.* — La notification préalable de la société destinataire ..... 101
*Section 2.* — L'offre ..... 102
*Section 3.* — La déclaration en réponse de la société destinataire ..... 108
CHAPITRE 2. — *La diffusion* ..... 111
*Section 1.* — La transmission par la société destinataire ..... 112
*Section 2.* — La transmission classique par circulaire ..... 115
*Section 3.* — Les supports contemporains de diffusion ..... 117
CHAPITRE 3. — *L'acceptation* ..... 123
*Section 1.* — Les étapes ..... 124
*Section 2.* — La clôture de l'offre et les résultats ..... 126
*Section A.* — La réouverture de l'offre ..... 129

TITRE II

LA PROCEDURE COMPLEMENTAIRE D'EXPROPRIATION DES ACTIONNAIRES DISSIDENTS

CHAPITRE 4. — *Le cadre de la procédure* ..... 133
*Section 1.* — Les principes ..... 134
*Section 2.* — La situation des sociétés offrantes possédant une participation préalable au capital de la société destinataire (proviso al. 1) ..... 142
CHAPITRE 5. — *L'expropriation des actionnaires dissidents* (art. 209 [1] C.A., 1948) ..... 145
*Section 1.* — La notification d'intention d'exproprier ..... 146
*Section 2.* — L'intervention de la Cour ..... 150
*Section 3.* — L'expropriation ..... 153
CHAPITRE 6. — *L'acquisition forcée des actions restantes par la société offrante* (art. 209 [2]) ..... 157
*Section 1.* — Les conditions de mise en œuvre ..... 158
*Section 2.* — Les modalités de l'acquisition forcée ..... 161
*Section 3.* — L'attitude de la société offrante cessionnaire forcée ..... 164

TITRE III

L'AFFAIRE COURTAULDS

CHAPITRE 7. — *L'offre de prise de contrôle de Courtaulds par les I.C.I. de 1962* ..... 169
*Section 1.* — Le coup de théâtre ..... 171
*Section 2.* — La bataille ..... 175
*Section 3.* — Les résultats et les enseignements ..... 180

TROISIÈME PARTIE

*LES GARANTIES*

*Introduction* ..... 189

TITRE PREMIER

LA PROTECTION DES ACTIONNAIRES DESTINATAIRES

CHAPITRE PREMIER. — *L'information des actionnaires dans l'offre* ..... 195
*Section 1.* — Les renseignements du document d'offre ..... 196
*Section 2.* — L'information complémentaire et déclarations d'intentions .. 200
*Section 3.* — Les renseignements de la déclaration en réponse de la société destinataire ..... 203

CHAPITRE 2. — *La responsabilité des administrateurs de la société destinataire* ..... 207
*Section 1.* — La position des administrateurs destinataires dans une offre .. 208
*Section 2.* — Les avantages découlant de l'offre (retirement, side payments) ..... 211
*Section 3.* — Les avantages réalisés à l'occasion d'une offre (insider trading) ..... 214

CHAPITRE 3. — *La protection de la minorité dissidente* ..... 219
*Section 1.* — La protection judiciaire des dissidents menacés de l'expropriation de l'article 209 (1) ..... 220
*Section 2.* — La protection judiciaire contre les fraudes à la minorité .. 224
*Section 3.* — La protection ultime : l'enquête du Board of Trade de l'art. 165 (*b*), C.A. 1948 ..... 228

TITRE II

LA DEFENSE EVENTUELLE DE LA SOCIETE DESTINATAIRE

CHAPITRE 4. — *Les méthodes de dissuasion* ..... 233
*Section 1.* — Les dispositions structurelles de protection ..... 234
*Section 2.* — Les clauses restrictives de transfert des société privées .... 238
*Section 3.* — Les mesures préventives d'une offre ..... 240

CHAPITRE 5. — *Les mesures de défense* ..... 245
*Section 1.* — Les mesures simples ..... 246
*Section 2.* — Les mesures d'envergure ..... 248
*Section 3.* — Les limites de la défense d'une société contre une O.P.C. .. 252

TITRE III

LA SURVEILLANCE DES O.P.C.

CHAPITRE 6. — *La surveillance des offres* ..... 261
*Section 1.* — L'admission des offres ..... 262
*Section 2.* — Les enquêtes du Board of Trade ..... 266
*Section 3.* — Les sanctions ..... 269

CHAPITRE 7. — *Les offres monopolistiques* ..... 273
*Section 1.* — Le « Monopolies and Mergers Act », 1965 ..... 274
*Section 2.* — L'intervention de la Commission des Monopoles ..... 276
*Section 3.* — La censure des offres contraires à l'intérêt public ..... 278

CONCLUSION ..... 281

ANNEXES ..... 291

*Annexe 1.* — La procédure d'OP.A. de la Chambre Syndicale des Agents de Change (France) ..... 293

*Annexe 2.* — Renseignements à fournir dans un document d'offre (Stock-Exchange, Londres) (Grande-Bretagne) ..... 299
*Annexe 3.* — Code de la Cité pour les O.P.C., 1968 (Grande-Bretagne) .... 303
*Annexe 4.* — Les O.P.A. en France de 1964 à 1969 ..... 309
BIBLIOGRAPHIE ..... 311

LIBRAIRIE GÉNÉRALE
DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE
PARIS -- 1302
Dépôt légal : 2e Trimestre 1969

Printed in France

IMPRIMERIE R. VANÇON
77, rue du Cardinal-Lemoine
PARIS (5e)
No 266 30-4-69